HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2016年3月

本報告分析2015年8月底至2016年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2016年3月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**8**
2.1 外圍環境	8
2.2 中國內地	13
3. 本港經濟	**30**
3.1 實體經濟活動	30
3.2 消費物價	32
4. 貨幣及金融狀況	**36**
4.1 匯率及資金流	36
4.2 貨幣及信貸	38
4.3 股市	47
4.4 債務市場	49
4.5 物業市場	51
5. 銀行業的表現	**54**
5.1 盈利及資本額	54
5.2 流動資金、利率及信貸風險	56
專題1 中國內地服務業發展分析	22
專題2 中國內地公司債券市場的槓桿活動	27
專題3 檢視利率上升對香港私人消費的影響	34
專題4 香港離岸人民幣與在岸人民幣匯率差距的促成因素：推出新中間價報價機制的前後	44
專題5 包含宏觀金融反饋連結的壓力測試框架	65
詞彙	

1. 概論

全球金融市場在2016年初經歷大幅調整後有所回穩。展望未來，全球經濟增長進一步放緩的風險上升，市場對主要中央銀行進一步擴大貨幣政策的空間和支持經濟增長的成效存疑，以及石油和大宗商品價格持續疲弱，可能會繼續導致市場大幅波動。全球經濟前景將取決於金融市場持續波動會否波及實體經濟活動，而新興市場經濟體的前景亦取決於美元的表現。

港元匯率在2016年初轉弱，反映聯繫匯率制度在美國加息及經濟金融環境存在高度不明朗因素下的正常運作。貸款增長在2015年下半年減慢，住宅物業市場也回軟。展望未來，隨著美國利率正常化，香港的銀行將需要面對利率波動加劇及潛在資本外流的挑戰。加上全球經濟增長可能放緩及金融市場動盪持續，銀行的整體資產信貸質素或會面臨更大的壓力。

外圍環境

全球金融市場的避險情緒在今年初突然升溫，導致全球股價大幅下挫，油價下跌至12年來的低位，而新興市場貨幣亦持續受壓。全球金融市場動盪反映過去支持金融市場高估值的因素正在減弱，投資者因此重新進行風險定價。由於美國聯儲局(美聯儲)已進入加息週期，以及主要新興市場經濟體的增長繼續放緩，令投資者憂慮全球經濟可能會失去增長動力及央行對流動性的支持可能會逆轉，導致市場出現廣泛性的拋售。由於新興市場經濟體在過去幾年對全球經濟增長的貢獻高近八成，全球經濟前景將在很大程度上取決於新興市場經濟體的表現。在主要新興市場經濟體特別是內地經濟放緩，加上歐洲和日本增長乏力的情況下，單靠美國經濟不太可能推動全球經濟，令全球經濟增長進一步放緩的風險增加。

與此同時，市場憂慮主要央行擴大貨幣政策的空間和支持疲弱經濟的成效。歐洲央行和瑞典央行正在進一步推低負利率，而日本央行亦已跟隨實施負利率。雖然負利率政策旨在降低借貸成本，刺激貸款需求，鼓勵投資和消費開支，但主要央行進一步擴大負利率政策，卻引發全球股市特別是銀行股被大幅拋售。市場認為主要央行實行負利率政策，標誌著全球貨幣寬鬆政策可能已步入尾聲。但另一方面，市場擔心長期的低利率環境已令銀行的淨息差受壓，負利率政策或會令情況更差。美國方面，雖然市場預料美聯儲加息步伐將更為緩慢，但美國的通脹前景在互相對立的因素影響下，未來加息的步伐仍不明朗。儘管能源和大宗商品價格持續疲弱或會降低美國的通脹，但本地需求壓力增強會令到佔家庭消費比重較大的核心服務通脹繼續上升。

中國內地的經濟增長在2015年下半年放緩。產能過剩行業的去槓桿和房地產庫存過剩繼續拖累經濟增長，但穩健的消費及較快的基礎建設支出抵消了其影響。供應方面，隨著經濟轉向為更均衡的增長模式，服務業蓬勃擴張為經濟活動提供重要的支持。專題1（見第22頁）討論服務業的最新發展及其對產出和就業增長的貢獻。

內地股票和外匯市場近期顯著波動。美國利率正常化及中國內地經濟前景不明朗，令內地自2015年下半年以來資金外流壓力增加。人民幣於去年7月底至今年1月底對美元貶值5.6%，其後在2月企穩。雖然近期的資金外流壓力部分是由於跨境資金外流所致，但亦反映內地居民重新配置其資產負債組合的狀況。為抵消資金外流對流動性的影響，人民銀行透過逆回購工具向銀行體系注入流動性，並於3月下調存款準備金率50個基點。同時，股市的避險情緒和低企的交易所回購利率已令公司債券市場相關的槓桿活動上升，引起信貸風險錯誤定價的擔憂。專題2（見第27頁）分析內地公司債券市場的槓桿活動，並評估其對金融穩定的風險。

東亞方面[1]，2015年第4季度的增長勢頭仍然疲弱。區內出口增長未見起色，不少區內經濟體的內部需求繼續放緩。有見及此，儘管或會增加進一步資本外流的風險，區內部分中央銀行已經放寬貨幣政策以求刺激經濟增長。展望未來，東亞地區的前景將取決於美國加息的步伐、美元的強弱、商品價格走勢和主要出口市場的增長，以及這些因素如何與區內各經濟體的內在風險因素（如高企的私營部門債務及資產市場估值偏高）互動並影響經濟增長和金融穩定。

[1] 東亞經濟體系指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

本港經濟

香港經濟增長於2015年底進一步放緩，按季實質本地生產總值增長由前三季約0.6%跌至第4季的0.2%。本地方面，由於消費信心下跌、資產價格調整及金融服務需求減少，私人消費增長顯著放緩。雖然去庫存有所下降，但公共投資項目進展緩慢及營商氣氛低迷拖累了整體投資支出。對外方面，貨物出口有所增長，但入境旅遊減少及金融服務活動放緩導致服務輸出繼續收縮。由於進口增長反彈，淨出口拖累了第4季的本地生產總值增長。

綜合消費物價通脹自2012年以來一直呈向下趨勢，但由於食品價格波動及電力燃料費特別回扣的影響逐漸減退，通脹動力於2015年下半年及2016年年初稍為重拾升勢。按年基本通脹率大致保持穩定。展望未來，由於進口價格通脹偏軟、房屋租金放緩及本地增長動力溫和，通脹壓力料仍受控。

在美國貨幣政策正常化、全球增長持續放緩及國際金融市場高度波動下，預料香港經濟在2016年仍然疲弱。本地方面，利率上升及資產價格調整將拖累私人消費和投資。專題3（見第34頁）探討加息對私人消費的影響。對外方面，全球經濟環境低迷及入境旅遊持續疲弱將拖累貨物出口及服務輸出。由於本地經濟活動表現欠佳，預料失業率有上升壓力。政府目前預測2016年實質本地生產總值增長為1–2%，而私營機構分析則預測增長平均為1.8%。

貨幣狀況及資金流動

港元匯率在2015年下半年維持貼近強方兑換保證後，於2016年初走弱。強方兑換保證於2015年9月及10月被多次觸發，部分原因是離岸人民幣被兑換成為港元。港元匯率在踏入2016年後有所回落。美國加息後港美拆息差距擴闊、香港股市被拋售、人民幣匯率波動增加、香港和內地市場前景沒有以往般樂觀，以及亞洲貨幣普遍疲弱等因素，導致港元需求減弱。在全球風險情緒企穩下，港元匯率在1月中短暫下跌至超過7.8後，於2月在7.7668至7.7905的區間內移動。7.85的弱方兑換保證未有被觸發。

港元銀行同業拆息市場繼續正常運作。儘管於最近幾週因金融市場波動加劇而有所上升，香港銀行同業拆息仍繼續維持在低水平。在美國聯邦基金利率的目標範圍於2015年12月由0至0.25%上升至0.25至0.5%後，金管局將其貼現窗基準利率由0.5%相應上調至0.75%。

展望未來，港元拆息上升的時間和幅度將取決於資金外流的時間、速度和規模，而後者受多種因素影響，包括港元與美元息差、環球宏觀金融前景及市場情緒。鑑於美國加息步伐應會漸進，加上港元貨幣基礎龐大，港元拆息的調整應不會太急速。如資金外流導致港元匯率觸發7.85的弱方兑換保證，金管局會向銀行買入港元、沽出美元，使貨幣基礎減少及推高港元短期拆息至貼近美息水平。這是港元利率正常化的必經階段，也是根據港元聯繫匯率的設計的正常運作。

由於全球經濟環境低迷及匯率波動加劇，貸款總額於2015年下半年按年率計下跌3.7%，令全年貸款增長從2014年的12.7%下降至3.5%。本地信貸及境外使用的貸款減少，後者部分受內地相關貸款增長放緩所導致。按貨幣分析，港元和外幣貸款下降，後者部分由人民幣匯率疲弱引發美元貸款的償還所導致。同時，存款總額增速放緩，港元和人民幣存款收縮，而美元存款則強勁上升。因此，港元貸存比率由2015年6月底的79.9%下降至2015年年底的78.2%，而美元貸存比率則由88.6%顯著下降至76.1%。

由於市場關注美國利率正常化及內地經濟前景，在岸人民幣及離岸人民幣匯率同時走弱，離岸人民幣對在岸人民幣的折讓在1月初一度擴闊至約1,500點子。由於流動性收緊，隔夜離岸人民幣銀行同業拆息定價亦於1月中一度飆升至66.8%。近期在岸人民幣及離岸人民幣匯率回穩，離岸人民幣對在岸人民幣的折讓於2月底收窄至接近零水平。同時，離岸人民幣銀行同業市場的緊張狀況亦有所緩解。鑑於近期在岸人民幣及離岸人民幣同時出現大幅波動，專題4（見第44頁）研究人民幣匯率定價機制實行前後導致離岸人民幣與在岸人民幣價差的主要因素。

人民幣匯率預期的變化導致香港人民幣資金池（包括未償還人民幣客戶存款及存款證）於2015年下半年有所整固，但其他離岸人民幣業務領域，如人民幣貿易結算、人民幣銀行貸款及人民幣即時支付結算系統的日均成交金額繼續穩步增長。展望未來，儘管香港的離岸人民幣業務短期內或會繼續受到內地宏觀金融發展的不明朗因素影響，但長遠將繼續從內地開放資本帳及人民幣國際化進程中獲益。

資產市場

鑑於市場對全球經濟放緩的憂慮，香港股市於回顧期間大幅波動並出現大幅調整。經歷了去年夏季的動盪之後，投資者的信心在第4季初期有所恢復。然而，由於石油和大宗商品價格再度疲弱，以及全球經濟放緩的風險增加，市場於2015年年底再次受壓。展望未來，全球經濟不明朗、美國貨幣正常化的步伐及石油和大宗商品價格波動，均有可能令投資者保持觀望態度。因此，儘管本港股市的估值較亞太地區的其他市場更具吸引力，但在年內餘下時間難以平穩發展。

儘管全球債券市場出現大幅風險重估，港元債務市場在2015年保持穩步增長。雖然年內本港私營部門的新債發行下跌，但公營部門發行的增長已足以抵銷。與此同時，經過一段高速增長期後，香港離岸人民幣債務市場錄得自2007年以來首次按年跌幅。短期來看，由於全球金融市場波動和不明朗加劇，以及監管改革或會令內地企業更容易選擇在岸債券市場，使離岸人民幣債務市場充滿挑戰。但長遠來看，前景或會變得樂觀，特別是人民幣被納入特別提款權的貨幣籃子後，有望刺激人民幣資產的需求。

由於市場情緒轉弱，住宅物業市場自2015年下半年開始回軟。住宅成交量在下半年下跌26%，二手市場平均每月成交量跌至歷史低點，而由於發展商在期內推出更多新樓盤，一手市場平均每月成交量僅輕微下降。樓價亦有所下滑，中原城市領先指數自9月的高位下跌了13.2%。然而，置業負擔能力依然偏緊，樓價與收入比率及收入槓桿比率均維持在較高水平。同時，非住宅物業市場也出現調整跡象，各環節的價格自上季度以來均有所下跌。

銀行業的表現

零售銀行的盈利在2015年下半年下滑，稅前經營溢利下降15.5%，資產回報率亦降至0.97%。盈利下降主要是由於非利息收入減少，而營運成本增加及貸款減值撥備提高亦是其因素之一。同時，銀行業的貸款業務亦自全球金融危機以來首次出現收縮。

不過，踏入2016年，銀行業仍維持穩健。銀行的資產質素儘管在2015年下半年輕微下降，但仍保持健康。根據《巴塞爾協定三》的標準，銀行的資本和流動性狀況在結構上仍然穩健並進一步加強。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2015年12月底提高至18.3%。第1類機構的平均流動性覆蓋比率提高至142.9%，而第2類機構的平均流動性維持比率也提高至53.9%。這些比率均遠高於相關的最低監管要求。此外，自2017年1月1日起，逆周期緩衝資本比率將由現時佔銀行風險加權資產的0.625%提高至1.25%，這將加強銀行對系統性風險的抵禦能力。

為了更全面及實際地評估銀行的主要風險，專題5（見第65頁）呈現一個包含宏觀金融反饋連結的壓力測試框架。透過一項壓力情境分析顯示，金融系統與實體經濟之間的相互作用會令到最初的宏觀衝擊被放大，並導致銀行的特定分類貸款比率有較明顯的上升。當前形勢的一個推論是，雖然近期資產質素下降並不顯著，但銀行應保持警惕，並為宏觀金融反饋效應可能導致的資產質素下降做好準備。

展望未來，銀行業面臨諸多挑戰。銀行應密切注意隨著美國利率正常化帶來的利率波動加劇及潛在資本外流的影響。加上全球經濟增長可能放緩及金融市場動盪，銀行的整體資產信貸質素或會面臨更大的壓力。

鑒於企業槓桿比率和償債負擔上升，企業貸款的信貸風險或會進一步增加。在這更具挑戰性的經營環境下，銀行應保持審慎的信貸風險管理。

*《貨幣與金融穩定情況半年度報告》*由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

在市場日益憂慮全球經濟狀況及擔心美國加息後流動性支持可能會逆轉的情況下，全球金融市場於今年初大幅下跌。雖然市場情緒近期有所改善，但展望未來，在美國貨幣政策正常化、新興市場經濟增長放緩以及石油和大宗商品價格持續下跌等風險因素籠罩下，全球經濟和金融市場將會持續處於不確定狀態。在新興市場增長持續放緩及歐洲和日本增長乏力下，單靠美國經濟不太可能推動全球增長，全球經濟進一步放緩的風險已有所增加。

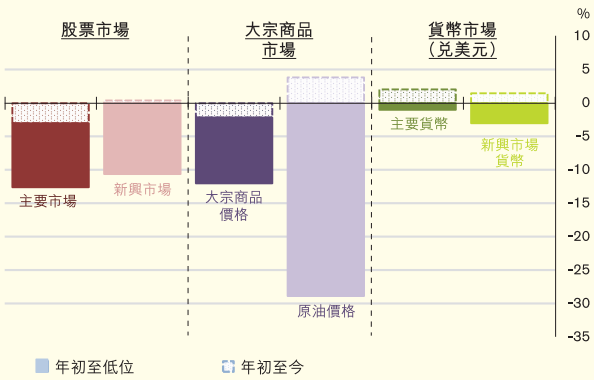
東亞方面，在今年初金融市場面對拋售壓力、資本外流加劇導致區內金融狀況緊絀，以及外部需求依然疲弱的情況下，區內的增長勢頭已經轉弱。儘管區內經濟體較上世紀90年代時穩健，亦比現時許多其他新興市場經濟體較能抵禦衝擊，但區內仍將繼續面對眾多風險及挑戰。

中國內地的經濟增長在2015年下半年放緩。產能過剩行業去槓桿及房地產庫存過剩繼續拖累經濟增長，但穩健的消費及較快的基礎建設支出抵消了其影響。供應方面，隨著經濟轉向更為均衡的增長模式，服務業蓬勃擴張為經濟活動提供重要的支持。政府將著力通過供給側改革推進經濟結構轉型。在金融方面，在人民幣兌美元貶值下，資本外流在去年下半年有所上升，部分反映了內地居民重新配置其資產負債組合的狀況。隨著人民幣匯率回穩，外匯儲備的跌幅在近期有所緩和。

2.1 外圍環境

全球金融市場在今年初大幅下跌後有所回穩，全球股價一度顯著下挫，油價亦下跌至12年來的低位，而新興市場貨幣則繼續受壓（圖2.1）。

圖2.1
全球金融市場的近期波動

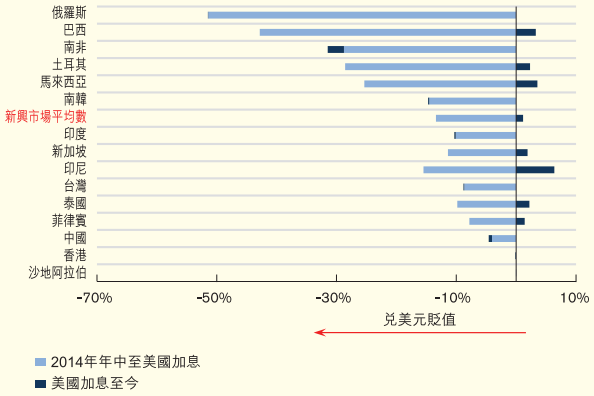


註：「年初至今」代表由今年年初至目前為止的變動百分率。「年初至低位」代表由今年年初至近期低位的變動百分率。主要股票市場和大宗商品價格的低位見於2月11日，原油價格和新興市場貨幣的低位見於1月20日，而新興市場股票市場和主要貨幣的低位分別見於1月21日和1月29日。

資料來源：彭博。

在預期全球流動性仍然充裕及新興市場經濟強勁增長能長期帶動全球經濟等因素的支持下，金融市場估值已偏高，在這些因素已開始減弱下，市場持續對風險重新定價及大幅波動。事實上，儘管美國聯邦儲備局（美聯儲）在去年12月宣佈九年半以來首次加息後，金融市場初期的反應平靜，但在預期美國貨幣政策正常化造成美元強勢，以及新興市場經濟持續放緩的情況下，新興市場貨幣自2014年以來已長期受壓並大幅貶值（圖2.2）。

圖2.2
新興市場貨幣

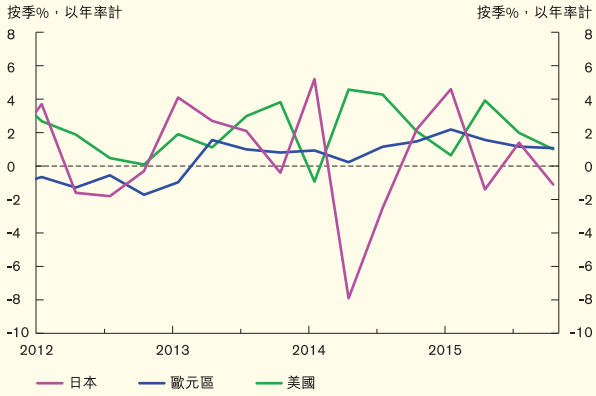


資料來源：彭博。

展望未來，雖然市場情緒近期有所改善，但全球經濟和金融市場將會持續處於不確定狀態，而新興市場的經濟前景則取決於主要出口市場增長放緩的程度、美元的走勢以及石油和大宗商品價格會否持續疲弱。自全球金融危機以來，新興市場經濟體對全球經濟增長的貢獻高近八成，而佔全球生產總值亦近六成之多，因此新興市場經濟增長放緩將會顯著拖累全球經濟。先進經濟體市場股份近期因為對全球經濟增長的憂慮而被大幅拋售，已令金融狀況明顯收緊。這可能會對先進經濟體帶來負溢出效應，其影響途徑不僅包括貿易，亦包括金融渠道。

在新興市場經濟增長放緩，而歐洲和日本增長依舊乏力的情況下，單靠正在轉強的美國經濟不太可能推動全球經濟增長。美國方面，實質國內生產總值增長（按季以年率計）由前一季度的2%顯著放緩至2015年第4季的1%，但由於當地經濟活動和就業於2016年年初持續向好，增長放緩似乎是暫時性的。事實上，2月份的失業率跌至4.9%，僅高於美聯儲的自然失業率估算的中間值4.8%。相比之下，歐元區的實質區內生產總值在2015年第4季繼續按季輕微增長0.3%，與前一季度相同。失業率近期輕微回落，但在1月仍維持在10.3%的高位。同樣，日本方面，雖然實質國內生產總值的按季增長於第3季由之前-0.2%顯著上調至+0.3%，意味日本經濟狀況未如原先預期般遜色，但由於實質消費開支驟降，經濟在第4季再度收縮0.3%（圖2.3）。

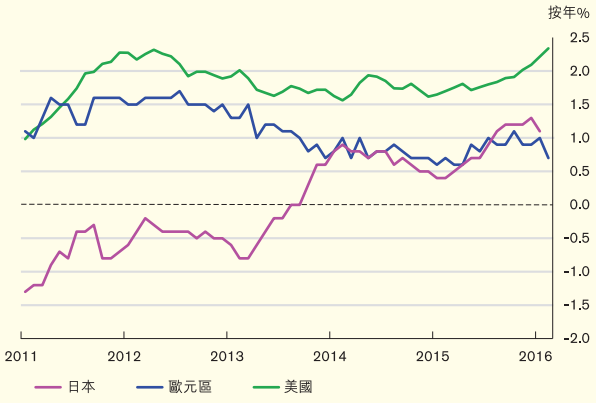
圖2.3
主要先進經濟體的實質本地生產總值增長



資料來源：彭博。

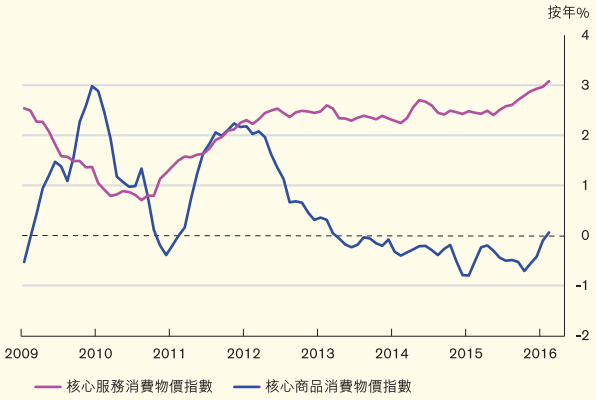
主要先進經濟體的整體通脹仍然溫和，但美國的核心消費物價通脹持續上升（圖2.4）。由於經濟復甦強勁，2月份的美國核心消費物價通脹（扣除食品和能源）繼續輕微上升至2.3%。在美國核心消費物價通脹上升的同時，核心服務及核心商品通脹持續出現分歧。核心服務通脹上升是由於本地需求增強及閒置情況舒緩，而核心商品通脹下跌則是被早前能源和進口價格下跌所拖累（圖2.5）。然而，核心商品通脹近期回升，意味這種分歧可能正在收窄。日本方面，「新核心」通脹（扣除新鮮食品和能源）仍然疲弱，在1月份維持在1.1%，一直低於日本中央銀行在2013年1月所制定的2%通脹目標水平。同時，在歐元區經濟復甦緩慢下，歐元區的核心通脹（扣除食品和能源）在2月份跌至0.8%的低位。

圖2.4
主要先進經濟體的核心消費物價通脹



資料來源：CEIC及Datastream。

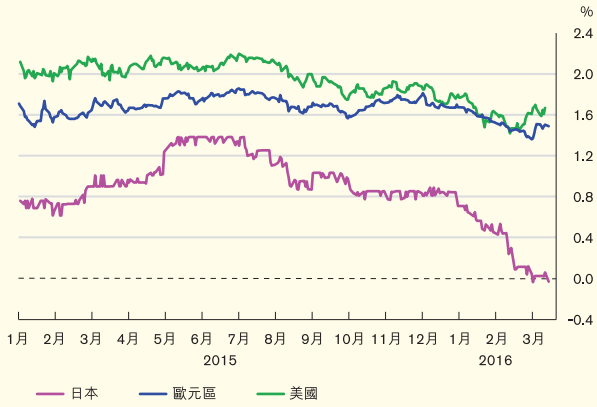
圖2.5
美國核心商品及核心服務通脹



資料來源：CEIC。

面對全球經濟增長放緩及通脹低於央行的政策目標的情況下，多個先進經濟體的中央銀行繼續表示會進一步放寬貨幣政策。然而，負利率政策轉趨普遍，令市場越來越擔心央行是否有能力進一步擴大貨幣寬鬆政策及有效地支持全球經濟增長和金融市場。繼部份歐洲的中央銀行採取負利率政策後，日本央行最近亦跟隨實施負利率，令市場擔憂量化（及質化）寬鬆措施可能已經達到其實際操作和有效性的極限。另一方面，由於憂慮負利率對銀行的淨息差造成負面影響，銀行股近期遭到拋售，這亦意味負利率政策存在一個下限，其副作用將會令央行難以進一步擴大負利率。因此，長期通脹預期繼續下跌，反映市場似乎已預期主要央行可能無力支持全球經濟增長及扭轉通脹跌勢（圖2.6）。美國長期通脹預期下降，部份反映了市場憂慮近期全球經濟發展和市場大幅波動可能會對美國經濟產生不利影響。市場目前預計美國在未來18個月內只會加息一至兩次。然而，由於影響美國通脹前景的本地和外部因素互相對立，未來的加息步伐仍極不明朗。

圖2.6
主要先進經濟體的通脹預期

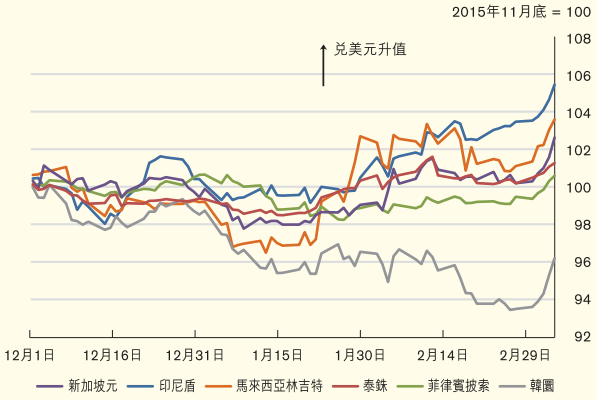


註：美國數據為5年/5年遠期通脹預期率，歐元區數據為5年/5年通脹掛鈎互換利率，而日本數據為5年/5年通脹互換利率。

資料來源：彭博，Datastream及聖路易斯聯儲局。

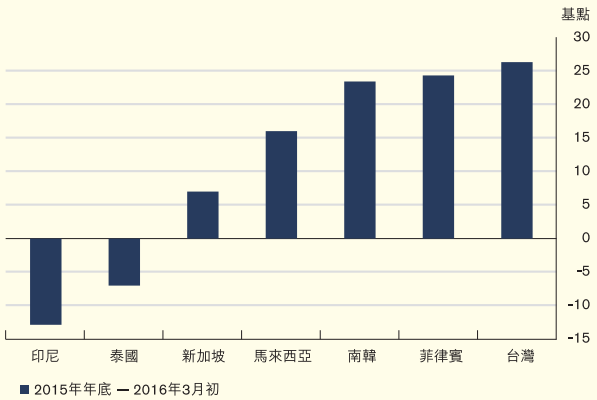
東亞方面[2]，由於市場日益擔憂全球的經濟前景，金融市場在2016年剛開始的幾個星期曾面對拋售壓力，資本外流壓力亦有所增加。多隻東亞貨幣在1月開始再次對美元呈現弱勢，跌勢至2月才開始喘定（圖2.7），而股市面對的拋售壓力也有所增加。區內不少經濟體的國債與美國國庫債券的息差亦見擴闊（圖2.8）。油價下跌也加深市場對區內大宗商品出口國經濟前景的憂慮，因而加劇金融市場波動。

圖2.7
亞洲：匯率變動



資料來源：彭博。

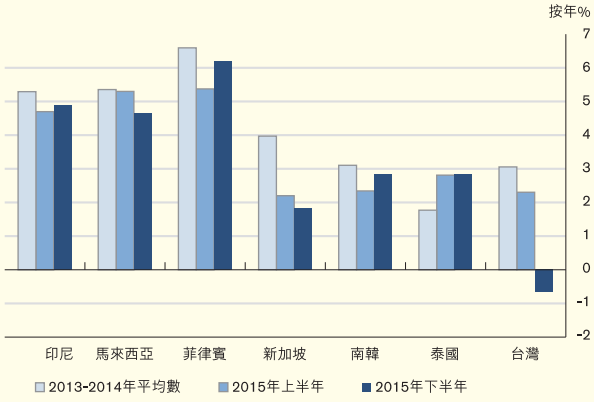
圖2.8
亞洲：10年期國債的收益差幅變動



註：相對於10年期美國國庫債券的收益差幅
資料來源：CEIC。

隨著資本外流和資產價格下行壓力導致金融狀況收緊，東亞地區不少經濟體的內部需求均有所放緩。與此同時，由於主要先進市場需求仍然疲弱，特別是預期中的美國經濟復甦對東亞出口的積極影響仍未顯現，導致區內的出口依然低迷。在此背景下，多數東亞經濟體的增長均在2015年放緩（圖2.9）。

圖2.9
亞洲：實質本地生產總值增長



資料來源：CEIC。

由於增長勢頭疲弱及金融市場波動加劇，東亞各中央銀行的貨幣政策均陷入兩難局面，不得不在促進增長及防止資本外流的壓力進一步加劇之間小心翼翼地作出平衡。雖然區內少數中央銀行[3]最近下調了政策利率，但大部份其他央行仍維持原有的政策利率不變。

展望未來，東亞地區將面對多方面的風險和挑戰。短期而言，區內各經濟體出口表現很可能繼續受全球需求持續疲弱、全球經濟增長較預期慢以及美國貨幣政策正常化步伐不明朗所拖累，而石油和大宗商品價格走勢也可能使全球金融市場更為動盪並進一步導致新興市場的金融狀況更為緊絀，繼而對區內經濟增長和資金流造成更大的下行壓力。

[2] 東亞經濟體系指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

[3] 台灣央行於2015年12月下調政策利率12.5個基點（至1.625%），印尼央行則分別於2016年1月、2月及3月下調政策利率共75個基點（至6.75%）。

在近來金融市場日益波動的情況下，當前的問題是區內各經濟體是否有能力抵禦這些衝擊。相比上世紀90年代，東亞地區的對外頭寸更為強勁，外匯儲備更加龐大，外債的貨幣與期限錯配更少。同時當前整個亞洲的匯率制度也更加靈活，可緩和資本外流所帶來的影響。而區內不少經濟體也已經實施防止風險累積的宏觀審慎政策措施，料應能在未來受到衝擊時起到緩衝作用。儘管如此，區內仍面臨許多前所未見的風險：

首先，鑒於過往數年累積了前所未有的大規模資本流入，未來資本外流的規模亦可能是前所未見的。根據國際收支平衡統計，截至2015年第3季，在自2009年以來累積流入亞洲新興經濟體系的1.68萬億美元資本當中，已經退出的僅佔18%。[4] 因此，潛在的資本外流規模仍很龐大，並可能因出現過份拋售而對金融市場產生破壞性的影響。

第二，區內在過往數年間累積的金融失衡仍是風險來源。尤其是區內過往數年的企業發債活動蓬勃，而部份經濟體的家庭負債亦維持在高位。與此同時，區內有數目龐大以美元計價的債務，區內貨幣若持續貶值可能削弱借款人的償債能力。這些因素可能繼續對該地區金融體系穩定構成挑戰。

第三，亞洲新興經濟體面臨的外部和內部環境較上世紀90年代要困難得多。相比上世紀90年代，現時主要出口市場顯著放緩令區內出口商面對困難，金融狀況收緊也令區內許多經濟體的內部需求減弱。而長遠來看，由於人口變化、供給側遭遇瓶頸及主要出口市場顯著放緩，亞洲地區的增長潛力很可能已經減弱。

總括而言，亞洲地區的前景將取決於美國加息的步伐、美元的強弱、大宗商品價格走勢及主要出口市場的增長，以及這些因素如何與區內各經濟體的內在風險因素（如高企的私營部門債務及資產市場估值偏高）互動並影響經濟增長和金融穩定。

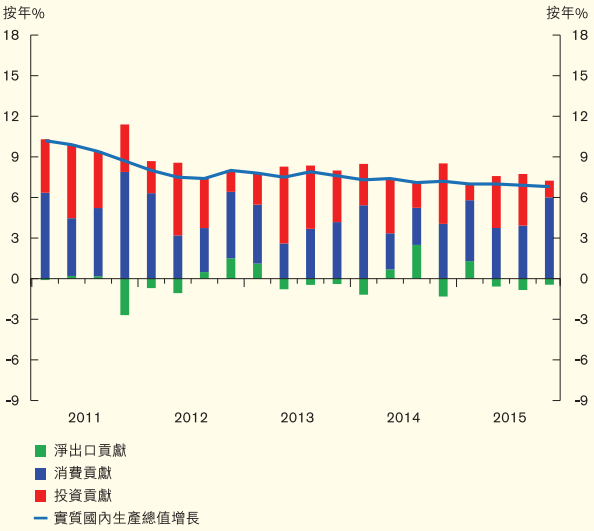
[4] 這些亞洲新興經濟體系包括中國內地、香港、印尼、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。

2.2 中國內地

實體經濟

中國內地經濟增長繼續放緩，實質國內生產總值按年增長率由2015年第3季的6.9%降至第4季的6.8%（圖2.10）。在各主要組成部分當中，消費保持穩健並繼續成為期內主要的增長動力。雖然基建項目的公共開支加速和具支持性的貨幣政策對投資增長提供了一定程度的支持，但在製造業及房地產市場疲弱的情況下，私營企業開支依然低迷。全年而言，內地經濟在2015年增長6.9%，符合政府設定7%左右的增長目標。

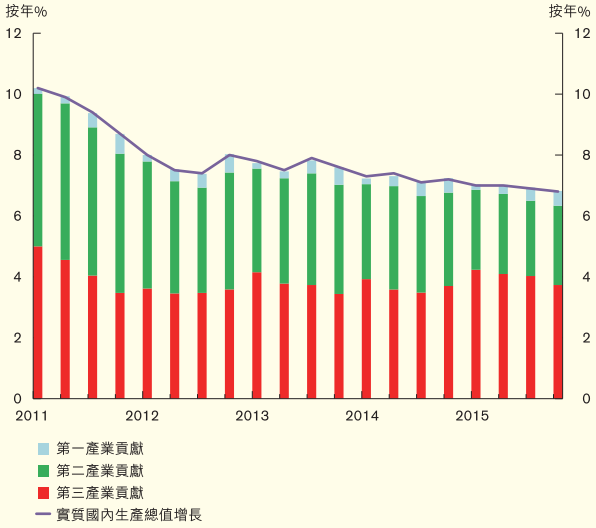
圖2.10
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以附加值計算，服務業的表現繼續優於製造業，成為經濟擴張的最重要推動因素。儘管受降息及對中小企業的定向支持措施所支持，第二產業的增長率在第4季有所回升，但表現依然疲弱。比較而言，第三產業在2015年最後一個季度繼續強勁擴張，全年對國內生產總值增長的貢獻率約58%，而2014年為約51%（圖2.11）。詳細分析表明，就對產出增長和創造就業的貢獻而言，*批發及零售業*是最重要的服務業部門。專題1對服務業不同環節的表現作出更詳細的研究，從而討論服務業發展的潛在推動力及瓶頸。

圖2.11
中國內地：各行業對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

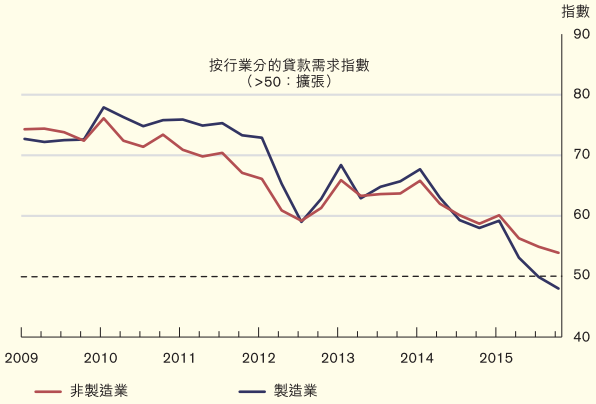
展望未來，由於房地產市場和製造業持續調整，經濟增長仍然存在下行壓力。特別是產能過剩行業的結構轉型可能繼續拖累工業生產和就業。房地產市場持續去庫存，尤其是在較低級別的城市，也將繼續對房地產投資構成壓力。在外圍方面，全球經濟短期前景不明朗，將令內地的出口表現進一步承壓。鑒於經濟前景面臨更多不明朗因素，政府把今年經濟增長的目標設定在6.5%至7%。市場分析員的最新預測顯示，2016年全年的實質國內生產總值增長將進一步放緩至6.4%。

在經濟表現疲軟的情況下，價格上漲的壓力仍然不大。由於食品價格上漲速度放緩，按年消費物價通脹率由2015年第3季的1.7%輕微放緩至第4季的1.5%。與此同時，生產者價格仍處於下行趨勢，2015年第4季按年下降5.9%，部分原因是受國際大宗商品價格大幅下跌，以及製造業投資需求疲弱和產能過剩問題所影響。

銀行貸款及資產質素

營商環境轉差以及企業利潤下滑繼續抑制貸款需求。中國人民銀行的調查顯示，大型和小型企業的貸款需求普遍下降。由於生產者價格下跌和外需低迷削弱生產商的信心，行業分類指數顯示，製造業的貸款需求指數已降至分界線50以下（圖2.12）。在全球和國內經濟前景不確定性增加的背景下，企業延後投資計畫，導致商業貸款需求下降。

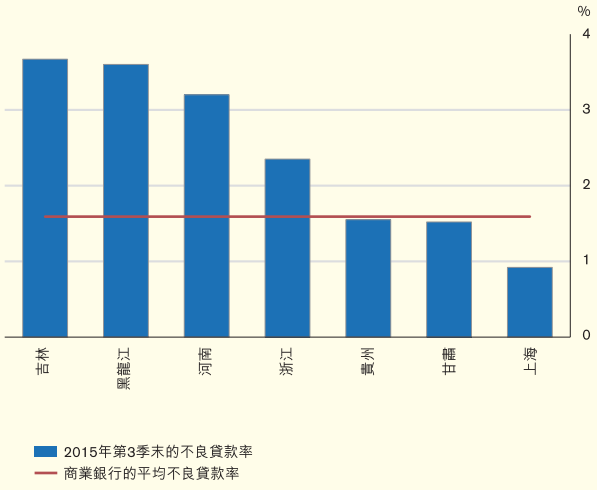
圖2.12
中國內地：按行業分的貸款需求指數



資料來源：CEIC及人民銀行。

在供給方面，由於資產質素日益受壓，銀行對貸款審批變得更加謹慎。商業銀行不良貸款於2015年年底增加至1.3萬億元人民幣，較2014年年底上升約50%。同時，不良貸款率亦由1.25%上升至1.67%。各省份的不良貸款數字顯示，在重工業集中的省份，銀行資產質素顯著變壞，原因是產能過剩和大宗商品價格下跌削弱了與資源和能源相關行業公司的還款能力。這可見於吉林、黑龍江及河南省在2015年第3季較高的不良貸款率，其數值普遍超過3%（圖2.13）。

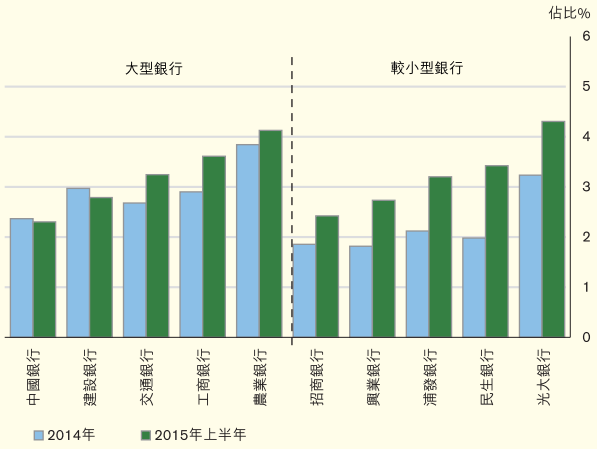
圖2.13
中國內地：部分省份的銀行不良貸款率



資料來源：中國銀監會。

由於經濟前景不明朗，預計今年銀行資產質素將會下降。關注類貸款佔比已由2014年底的3.1%顯著上升至2015年底的3.8%。關注類貸款是指逾期不足90天的貸款，過往經驗顯示，這類貸款變成不良貸款的概率較高。較小型銀行的關注類貸款比例升幅較大，主要由於它們的客戶當中有較多違約概率較高的小型企業（圖2.14）。

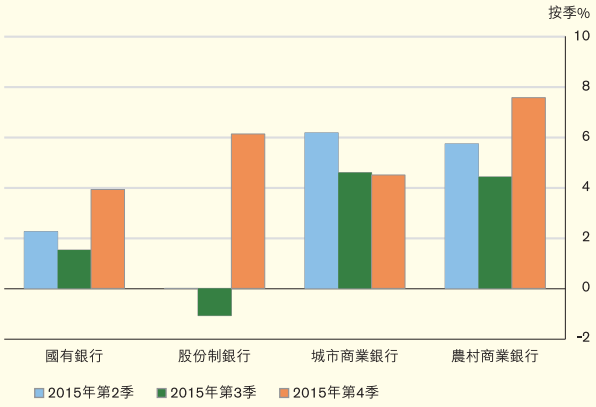
圖2.14
主要上市銀行的關注類貸款佔比



資料來源：WIND。

為控制不良貸款上升，部分銀行（特別是股份制銀行）不願向小型企業提供貸款。[5] 決策者採取多項定向措施，鼓勵銀行向小型企業貸款，為實體經濟提供更多流動資金。例如，對「三農」及小微企業貸款達到一定比例的銀行可獲人民銀行額外降低其存款準備金率。對於為小微企業等國民經濟重點領域提供貸款的商業銀行，央行亦加大其中期借貸便利的規模。[6] 此等定向措施令銀行對小微企業的貸款增長在2015年第4季回升（圖2.15）。

圖2.15
各類商業銀行對小微企業的貸款



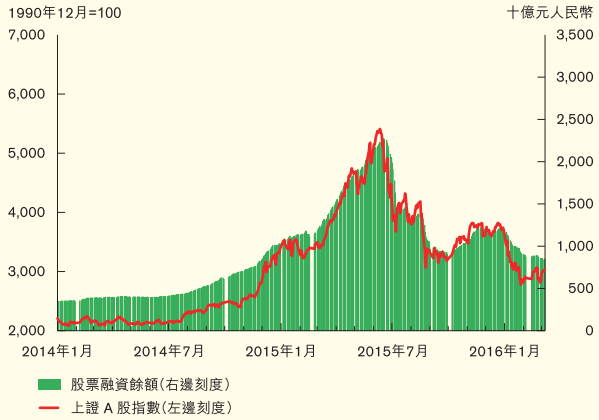
資料來源：中國銀監會。

面對不良貸款增加，銀行已經增加撥備，以覆蓋潛在的貸款損失。商業銀行在2015年的撥備金額按年上升18%，年底的不良貸款覆蓋率（撥備／不良貸款）達到181%。雖然這些措施可以提供有效的緩衝，令銀行能夠應對資產質素變壞的情況，但撥備增加亦對銀行的純利造成壓力。銀行的純利增長已由2014年的9.6%放緩至2015年的2.4%，股本回報率亦相應由2014年底的17.6%降至2015年年底的15.0%。

資產市場

回顧期內，內地股市持續波動。經歷去年夏季的市場震盪之後，上海A股指數曾於10月和11月出現反彈，但隨後在今年1月上半月急挫18%（圖2.16）。為穩定市場，中國證券監督管理委員會（中國證監會）於1月初推出熔斷機制，但由於未能達到政策預期目標，該機制隨後被中止。自去年夏季的大跌以來，股票估值已經回落到更合理的水平，槓桿交易活動也已經顯著降低。例如，股票融資餘額已由去年6月的峰值2.3萬億元人民幣顯著下降至2月平均8,829億元人民幣。由於當局加大力度清理透過非正規渠道進行的槓桿交易活動，非正規融資活動亦已明顯收縮。

圖2.16
中國內地：上海A股指數及股票融資



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為促進企業的直接融資活動，中國證監會於去年11月恢復了於7月股市大跌期間暫停的新股發行。中國證監會亦推出一系列政策措施，如完善上市發行制度、定期對證券及期貨公司進行壓力測試及打擊非正規和非法交易活動，以促進股市的健康及可持續發展。

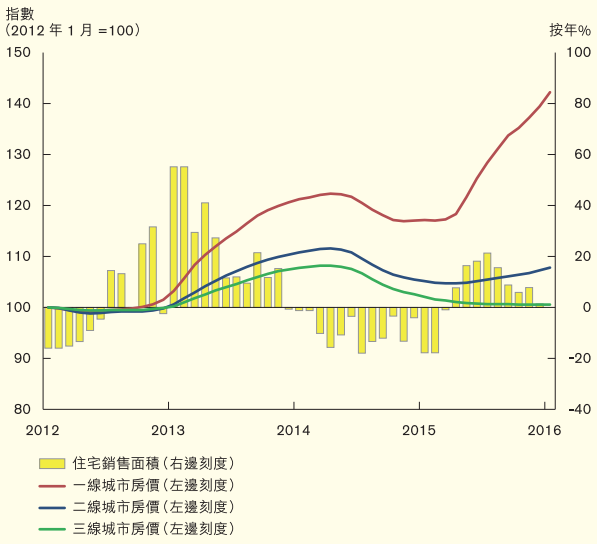
[5] 例如招商銀行在其2015年中期報告中表示，由於經濟增長放緩，該行已減少向潛在違約風險高的小微企業發放貸款。

[6] 人民銀行於2015年11月將貸款年期為6個月的中期借貸便利利率調低10個基點至3.25%。其向商業銀行提供的中期借貸便利於第4季增加約1,800億元人民幣。

內地公司債券市場近期出現了過熱跡象。5年期AAA級公司債與國債息差於2015年9月收窄至不足10個基點，到近期才稍為拉闊。在企業盈利轉差的情況下，公司債券極低的息差已引起市場對債券發行人信貸風險錯誤定價的關注。部分投資者甚至從交易所回購市場借款，透過槓桿以增加他們在公司債券的投資。專題2評估了公司債券市場槓桿活動的相關風險以及公司債券價格大幅調整對金融穩定的影響。我們的研究結果顯示，相對於社會融資總量而言，現時公司債的規模較小，加上銀行對公司債券的持有量極低，因此與公司債券市場錯誤定價有關的系統性風險相信有限。

房地產市場方面，儘管全國市場行情繼續向好，但不同城市表現各異。於回顧期間，市場交易仍然暢旺，第4季售出的總樓面面積繼續增加，但增速低於上一個季度。價格方面，受較高級別城市市場的樂觀行情支撐，整體房屋價格在第3和第4季分別上漲0.6%和0.5%。相比之下，較低級別城市仍受供應過剩的問題困擾，期內房價基本不變。[7]（圖2.17）

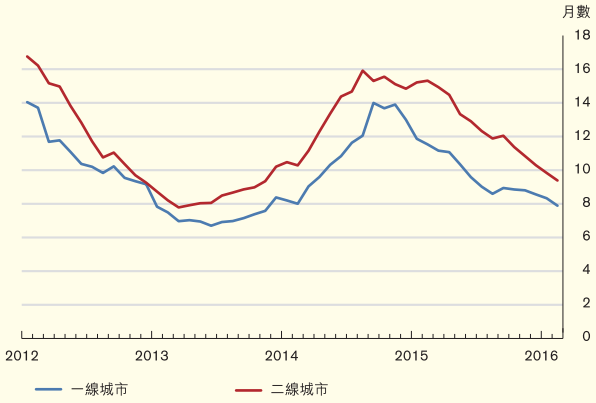
圖2.17
中國內地：房屋價格及銷售面積



資料來源：國家統計局、WIND及金管局職員估計數字。

由於供需狀況不同，較高級別和較低級別城市之間房地產市場表現分化的情形可能還會持續。特別是，儘管一二線城市的房屋庫存近幾個月已經下降至較低水平（圖2.18），但需求疲弱和供應過剩的問題仍然困擾著較低級別城市。部分市場研究顯示三線城市的庫存銷售比自去年年初以來已經下降，但在年底仍維持在約20個月的較高水平。[8]

圖2.18
中國內地：房屋庫存與銷售比率



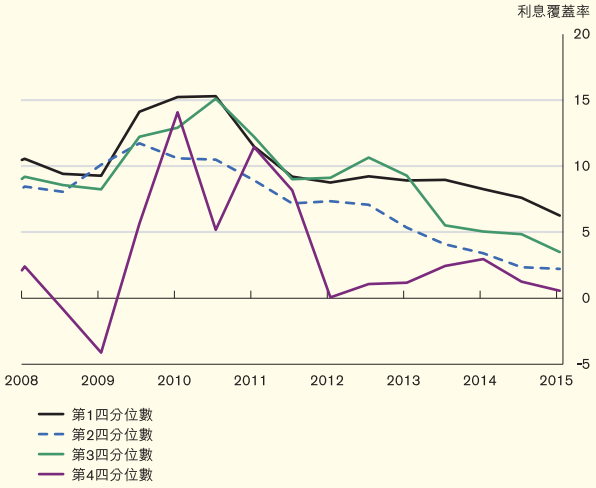
資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

短期而言，較低級別城市供應過剩的問題勢必對這些市場的發展商造成壓力，尤其是財務狀況較差的發展商。上市公司的資料顯示，規模較小的發展商的財務生存能力特別低，部分發展商的利息覆蓋率甚至跌至1以下（圖2.19中的紫色線）。這可能表示房地產行業未來或會進一步整合。最新資料顯示，在2015年前9個月，私人發展商的併購交易總額超過45億美元。

[7] 12月，一線、二線及三線城市的房價分別較上月上漲1.6%、0.5%及保持不變。

[8] 估計來自中國指數研究院《中國房地產市場2015年總結》。

圖2.19
中國內地：上市房地產發展商的利息覆蓋率（按資產規模劃分）



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

匯率及貨幣市場

隨着去年8月完善人民幣匯率中間價形成機制，人民幣匯率進一步邁向市場化。人民幣兌美元在2015年貶值4.5%，並於今年1月下跌1.3%後，在2月份企穩。由於人民幣匯率變得更加靈活，市場預期人民幣匯率於短期內會有較大的波動（圖2.20）。

圖2.20
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣期權的引伸波幅

資料來源：彭博。

儘管人民幣兌美元匯率的雙向波動增加，人民幣兌貿易加權指數一籃子貨幣仍然相對保持穩定。人民幣貿易加權指數反映人民幣兌13種主要貿易夥伴貨幣的變動情況，該指數於2015年大部分時間均窄幅上落，由2014年底至2016年2月期間錄得0.37%的小幅貶值（圖2.21）。

圖2.21
中國內地：人民幣貿易加權指數及在岸人民幣匯率

* 2015年12月之前的數據以貿易加權指數內的貨幣比重推算。

資料來源：CEIC、彭博及金管局職員估計數字。

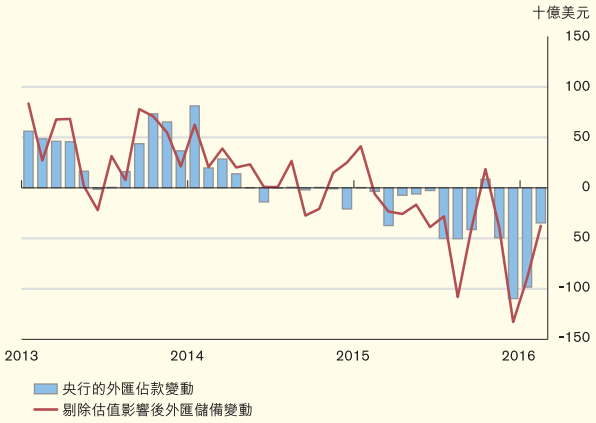
隨着人民幣中間價趨向穩定，在岸人民幣匯率在2月份升值0.5%，於月底收報6.5472。儘管在岸人民幣匯率在短期內可能有較大的波動，但內地較強的基本因素，例如可觀的經常帳盈餘，相對於其他主要經濟體系較快的經濟和生產力增長，以及充足的外匯儲備，在中期內對人民幣匯率將提供支持。

由於人民幣走弱及經濟前景不明朗，資金外流壓力在2015年下半年上升。為穩定人民幣匯率，內地央行的外滙佔款在2015年減少了3,500億美元，大致反映了去年官方外匯儲備在剔除估值影響後約4,000億美元的跌幅（圖2.22）。[9] 資金外流壓力於2月份有緩和跡象，官方外匯儲備的跌幅由1月份的990億美元，收窄至2月份的290億美元。年初外匯儲備的流失部份受季節性因素影響，基於內地每人每年設有

[9] 官方公佈的外匯儲備在2015年減少約5,130億美元。

50,000美元的兑換限額，內地居民在年初開始以人民幣兑換成外幣。此外，一些內地企業亦選擇在年初償還它們的美元貸款，以減低其匯率風險。隨着這些因素減退，以及美元匯率近期回落，外流壓力在未來幾個月可能會逐步減輕。

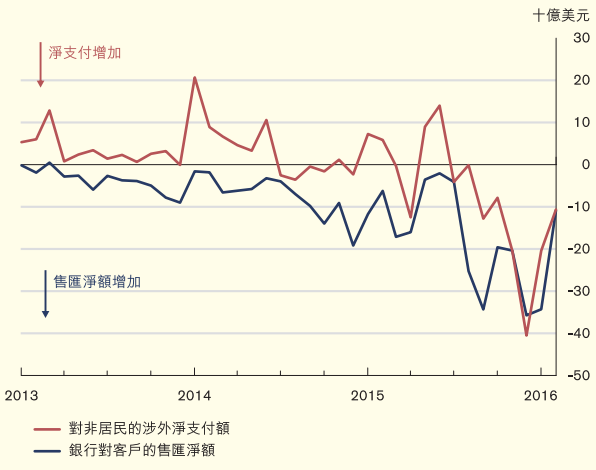
圖2.22
中國內地：央行的外滙佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、彭博及金管局職員估計數字。

過去數月的資金外流壓力部分是由跨境資金外流所致，但部份亦反映內地居民重新配置資產負債組合。在跨境資金流動方面，涉外收付數據顯示對非居民、不涉及貿易和外商直接投資的淨支付額，由2015年上半年的淨流入轉為下半年的淨流出，導致銀行對客戶的售匯淨額顯著增加（圖2.23）。

圖2.23
中國內地：對非居民不涉及貿易和外商直接投資的涉外淨支付額與銀行對客戶的售匯淨額

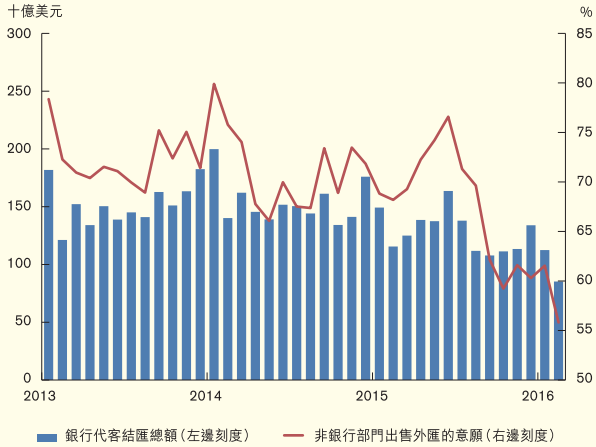


資料來源：外匯管理局及金管局職員估計數字。

由於跨境證券投資仍受QDII和QFII的額度限制，因此透過證券投資渠道的潛在跨境資金流動規模相信有限。事實上，內地居民重新配置資產負債組合是近期資金外流壓力上升的一個重要原因。過去數年，人民幣的升值趨勢增強了內地居民持有大部分人民幣資產的誘因，而企業亦增加美元借款以受惠於較低的利率。近期經濟前景不明朗以及人民幣匯率波動增加，已促使內地居民重新分配其資產，透過增持外幣及減持人民幣令資產組合更趨平衡。這可見於銀行代客售匯總額於2015年增加了3,710億美元，而部分內地居民的購匯以存款方式重投至內地銀行體系之內。

與此同時，內地居民更傾向保留外匯收款並延遲兑換為人民幣，令銀行代客結匯總額於2015年減少了3,000億美元，為有記錄以來最大的跌幅（圖2.24）。一般認為，這些外匯收款有相當部分以境外存款的方式存放在海外銀行。

圖2.24
中國內地：銀行代客結匯總額與非銀行部門出售外匯的意願[10]

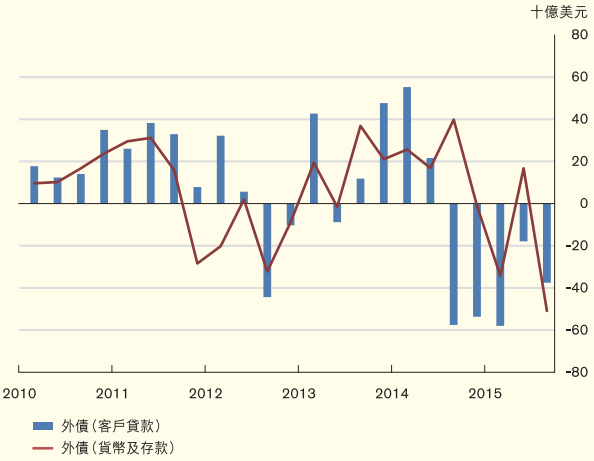


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

[10] 非銀行部門出售外匯的意願是指銀行向客戶購匯與銀行代客涉外的非人民幣收款之比率。

除了在資產方面實現更均衡的配置外，內地非銀行部門亦透過償還外債以減低其外幣負債。國際收支平衡統計資料顯示，內地非銀行部門於2015年首三個季減少海外借款約1,100億美元，由於它們的收入是以人民幣為主，因此可以降低其面對的匯率風險（圖2.25）。此外，外幣貸款需求轉弱亦令內地銀行減少對境外銀行的負債。

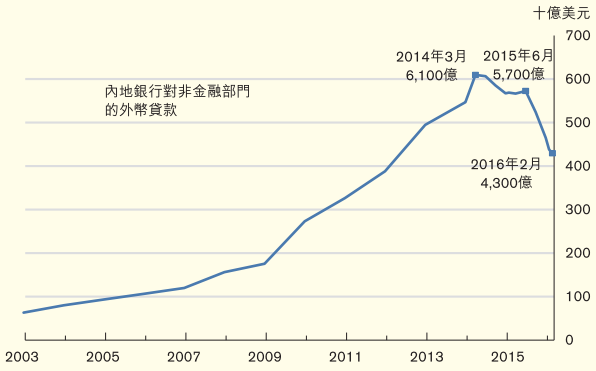
圖2.25
中國內地：國際收支平衡的外債部分：客戶貸款與貨幣及存款



資料來源：國家統計局、CEIC及金管局職員估計數字。

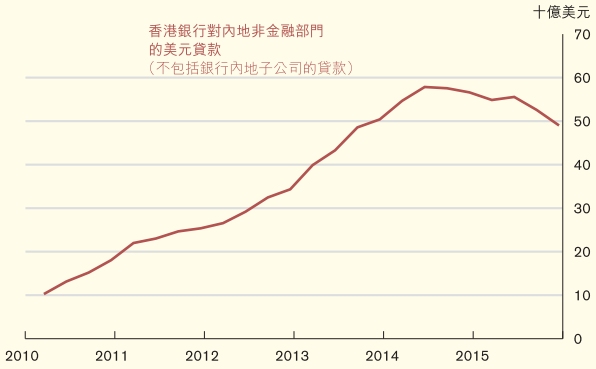
銀行統計數據顯示，隨着人民幣在2015下半年貶值，內地企業相應縮減它們的外幣借款，這可見於內地銀行對非金融部門的外幣貸款，於2015年6月至2016年2月期間下降了1,400億美元（圖2.26）。與2014年3月份的高峰相比，截至今年2月底國內的外幣貸款已經下跌了30%。至於在離岸市場，香港銀行對內地非銀行客戶的美元貸款亦同樣錄得下跌，貸款額在2015下半年減少了70億美元，相當於12%的跌幅（圖2.27）。[11]

圖2.26
中國內地：內地銀行對非金融部門的外幣貸款



資料來源：人民銀行及金管局職員估計數字。

圖2.27
中國內地：香港銀行對內地非銀行部門的美元貸款

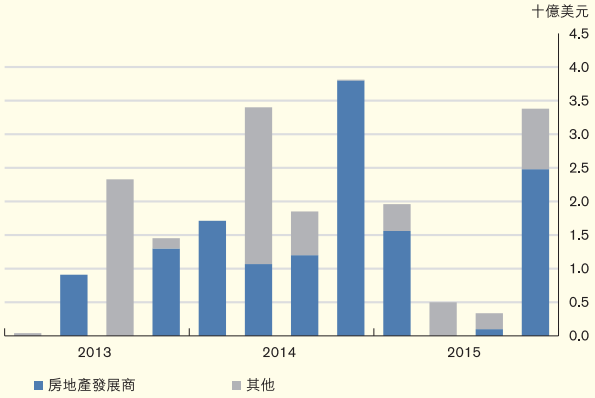


資料來源：金管局職員估計數字。

內地企業除了在在岸和離岸市場減少外幣借款外，同時亦加快在離岸市場提早贖回其美元債券的步伐。根據在港上市公司的公告，內地企業於2015年第4季提前贖回離岸美元債券金額高達34億美元，是近年贖回金額最高的其中一個季度。當中以內地房地產發展商的贖回金額佔多，這是由於它們在過去幾年積極在離岸市場發行美元債券以取得較低利率的美元資金（圖2.28）。

11 根據國際清算銀行的統計數字，內地非銀行部門約三分一的對外美元借款來自香港銀行。

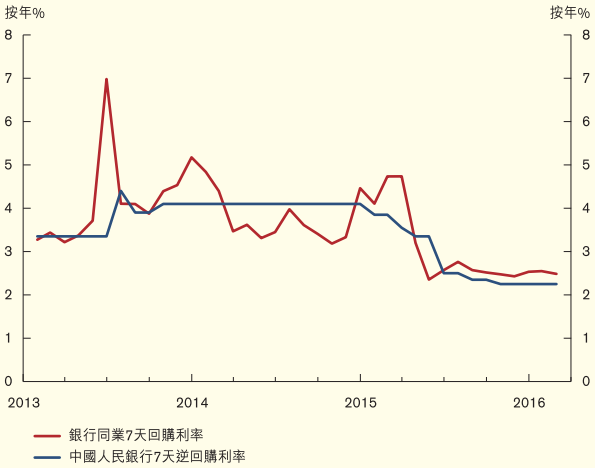
圖2.28
中國內地：內地在港上市公司提前贖回的離岸美元債券金額



資料來源：香港交易所及金管局職員估計數字。

儘管資金外流壓力增加，銀行同業市場的流動性狀況仍然大致保持穩定。中國人民銀行利用逆回購和其他量化工具（例如短期流動性調節工具和中期借貸便利）向銀行體系注入流動性，以保持短期利率穩定。[12] 在今年1至2月的大部分時間，7天回購利率和1個月上海銀行同業拆息均在窄幅上落。同時，為降低銀行的資金成本，中國人民銀行於去年10月將7天逆回購利率下調10個基點至2.25%，低於相同期限的銀行同業回購利率（圖2.29）。

圖2.29
中國內地：銀行同業7天回購利率和中國人民銀行逆回購利率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

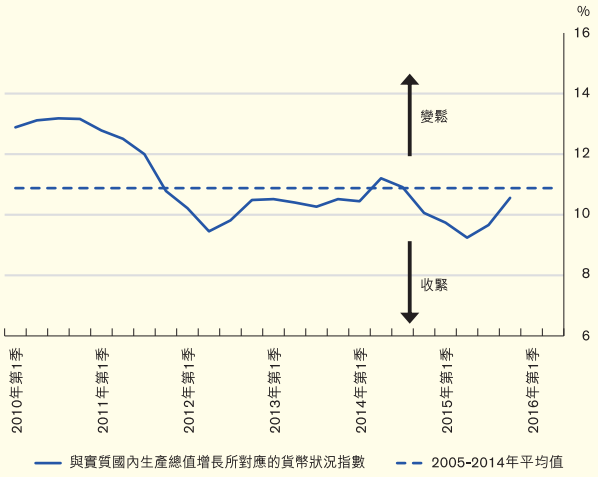
[12] 1月份，中國人民銀行透過短期逆回購向銀行系統注入淨額1.2萬億元人民幣，並透過中期借貸便利向銀行提供總額6,100億元人民幣的中期貸款，以滿足農曆新年之前的季節性流動性需求。

財政及貨幣政策

2016年政府工作報告指出，今年其中一項主要任務是通過供給側改革解決主要的結構性問題，包括減少工業產能、化解房地產庫存、去槓桿化、降低企業成本，以及補足經濟上的「短板」。雖然結構性改革有利於長期的經濟增長，但政府亦關注到其對短期增長構成的負面影響。為平衡結構性改革和穩定增長，有關部門今年將採取靈活適度的穩健貨幣政策及更大力度的積極的財政政策。

在貨幣政策方面，據報中國人民銀行行長周小川形容目前的貨幣政策立場處於「穩健略偏寬鬆」的狀態。而2016年政府工作報告顯示，今年的廣義貨幣增長目標訂於約13%，略高於2015年的12%。於回顧期內，中央銀行已加快推行定向措施，以降低企業的融資成本，支持基建支出，同時遏制全面性的資產負債表擴張。例如，自去年10月起，抵押補充貸款這種再貸款工具的覆蓋範圍已經擴大至所有政策性銀行，以支持棚戶區改造和水利等重點基建項目的融資。同時，於回顧期內，除了分別下調基準1年期貸款和存款利率25個基點至4.35%和1.5%，並合共降低大型及小型銀行的存款準備金率100個基點至17%及15%外，中國人民銀行亦對向小微企業及農業部門提供充足貸款支持的金融機構的存款準備金率額外下調50個基點。為提高信貸市場的效率，中國人民銀行亦取消了銀行的存款利率上限，從而完成了利率市場化的最終一步。我們內部估算的貨幣狀況指數確實顯示近期出現了一些寬鬆的跡象（圖2.30）。特別是，實質銀行貸款加權平均利率於第4季進一步下降16個基點，而近幾個月實質有效匯率的上漲速度亦明顯減慢。

圖2.30
中國內地：貨幣狀況指數



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

財政政策方面，有關部門亦已於2015年下半年增加財政支出以穩定經濟。為推動供給側經濟改革及緩減增長放緩壓力，決策者除增加鐵路和道路等基建項目的支出外，今年更著重透過減稅來促進需求及有效供給，對企業及個人的稅收和費用進一步寬減超過5,000億元人民幣。因此，政府把預算赤字佔國內生產總值的比重由2015年的2.3%提高至2016年的3%。

地方政府債務的整體風險仍然大致可控，特別是由於2015年地方政府債務的增長速度已明顯減緩。舉例而言，2015年的地方政府債務上限為16萬億元人民幣，較2014年年底的未償還地方政府債務15.4萬億元人民幣增長不到4%。雖然如此，由於2015年的地方政府土地收入下降了21.4%，地方政府的資金壓力有所增加。詳細分析表明，由於近期經濟放緩，部分地方政府甚至錄得整體財政收入下降。然而，當局承諾在2016年進一步擴大地方政府的債務置換計劃，這將有助降低地方政府的再融資壓力和利息負擔。[13]

[13] 例如，在2015年3.2萬億元人民幣債務置換計劃下的平均債務利息成本由每年約10%大幅下降至每年約3.5%，令地方政府每年的利息負擔減少超過2,000億元人民幣。

專題1
中國內地服務業發展分析

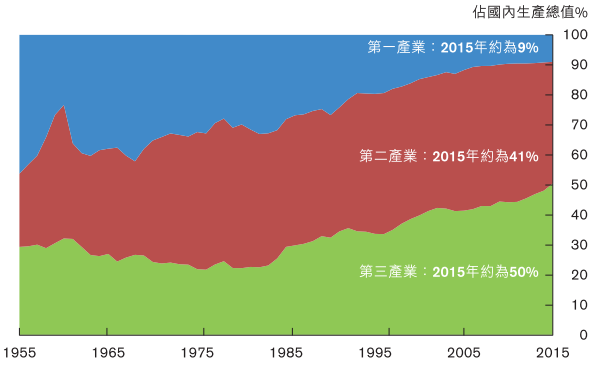
引言

過去幾十年，中國內地服務業發展非常迅速，已超越製造業成為最重要的經濟增長引擎和就業來源。然而，服務業內部各環節的發展模式卻並非廣為人知。有鑒於此，本專題從產出增長和創造就業的角度深入探討服務業不同環節的相對表現，並與國際經驗進行比較。服務業發展的潛在驅動力及瓶頸亦會在本專題一併討論。

內地服務業快速擴張

上世紀80年代初，隨著當局開放經濟並實行經濟改革，內地服務業開始蓬勃發展。經過三十年的增長和發展，服務業已於2012年超越製造業，成為內地經濟最重要的價值創造行業，所佔國內生產總值的比例由高於20%增長到超過50%（圖B1.1）。

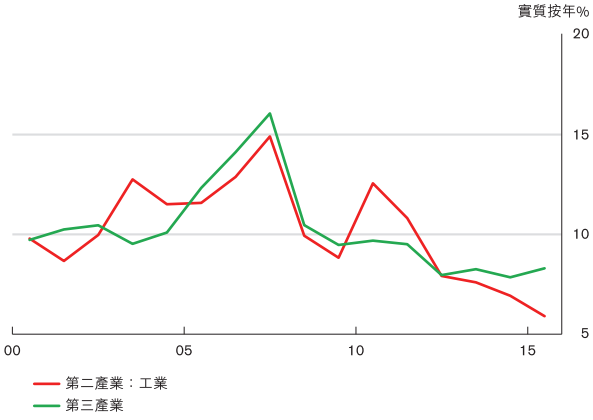
圖B1.1
各行業佔內地國內生產總值的比例



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

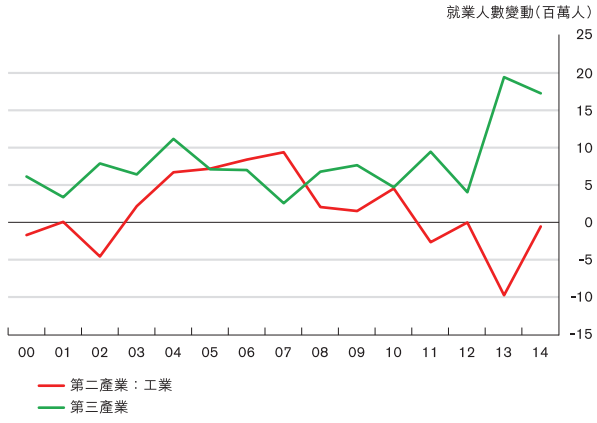
儘管近期經濟放緩，服務業的表現依然強勁。特別是服務業在2010至2011年短暫放緩之後，至今繼續保持良好態勢，並錄得每年約8%的實質增長（圖B1.2）。相比之下，自全球金融危機以來，製造業的增長已顯著放緩至近期按年6%的水平。隨著服務業的強勁增長，自2012年以來，服務業創造的淨新增職位也顯著回升，抵消了製造業職位的下降（圖B1.3）。

圖B1.2
服務業及工業增長：2000–2015年



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖B1.3
服務業及工業的淨新增職位：2000–2014年



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

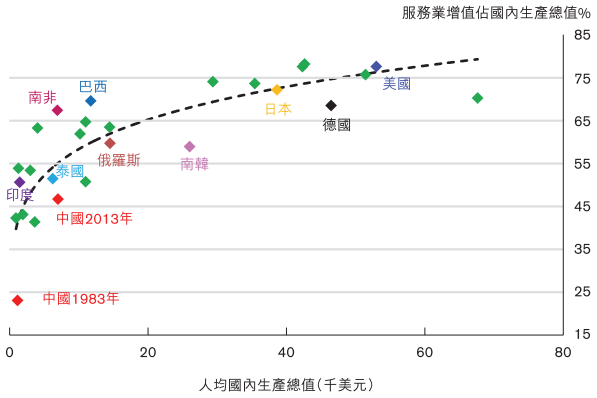
內地服務業的主要增長動力

內地服務業的發展與國家的經濟發展水平、城市化及市場自由化的程度密切相關。需求方面，隨著人均收入增加，家庭對食物和住所的基本需要轉向如個人服務和娛樂等非物質產品。經濟快速發展也需要運作良好的金融體系支持，以動員儲蓄和促進投資。此外，內地空前的城市化步伐已經從農業轉出超過一半的人口，並創造了數百個超過100萬居民的城市。越來越多人在城市聚居，生活水平的提高造成巨大的貿易、物流、住房及社會服務需求。

供應方面，服務業的市場自由化也極大地推動生產力。特別是以消除壟斷、清除行業壁壘及將國有企業商業化為目標的服務業改革不僅顯著提高了行業的效率，還增加了服務產品的寬度和深度。

與許多其他經濟體的經驗相似，中國內地的服務業跟隨人均收入的提高而擴張。跨國比較顯示發達程度較低的經濟體的服務業通常較差，而在中國內地，儘管服務業增長迅速，但其發展程度仍低於新興市場的平均水平（圖B1.4）。特別是與南非和泰國等擁有相近人均國內生產總值的經濟體相比，從佔國內生產總值的比例來說，中國內地的服務業規模仍然較小。即使印度的人均國內生產總值更低，其服務業的產出比例也與中國內地相當。

圖B1.4
服務業發展與人均國內生產總值：2013年



資料來源：CEIC、世界銀行及金管局職員估計數字。

內地服務業各環節發展參差不齊

儘管過去幾十年見證了內地整體服務業的巨大發展，但服務業不同環節的發展水平參差不齊。例如，得益於當前的金融市場自由化和快速城市化，*金融中介*及*批發與零售貿易*錄得最快的擴張速度，2005至2012年間每年平均擴張15%左右（表B1.A）。*科研及租賃與商業服務*同樣分別錄得每年約13%及12%的快速增長，原因是對與商業相關的支持性服務的需求增加。相比之下，*交通運輸*、*倉儲與郵政*，*住宿與餐飲*以及*資訊科技*、*電腦服務與軟件*等環節的平均擴張速度最慢，分別為每年8.6%、8.4%及7.6%。

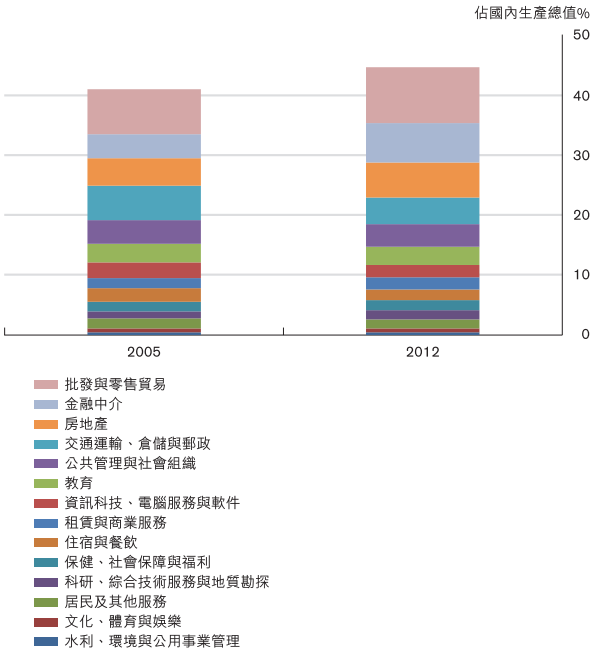
表B1.A
服務業各環節的增長及對國內生產總值增長的貢獻：2005至2012年

	增長率（%，按年率計）	對增長的貢獻（%）
國內生產總值	10.6	–
第二產業：工業	11.5	42.6
第三產業	11.2	45.1
金融中介	14.8	7.2
批發與零售貿易	14.7	11.4
科研、綜合技術服務與地質勘探	12.9	1.6
租賃與商業服務	11.6	2.0
房地產	10.6	4.9
保健、社會保障與福利	9.9	1.4
教育	9.8	2.8
公共管理與社會組織	9.8	3.7
文化、體育與娛樂	9.7	0.6
居民及其他服務	9.6	1.4
水利、環境與公用事業管理	9.2	0.4
交通運輸、倉儲與郵政	8.6	4.3
住宿與餐飲	8.4	1.7
資訊科技、電腦服務與軟件	7.6	1.8

資料來源：CEIC、《中國第三產業統計年鑒》（各年）及金管局職員估計數字。

其結果是，於2005至2012年期間，*批發與零售貿易*及*金融中介*佔國內生產總值的比例分別由7.5%及4%上升至9.3%及6.6%（圖B1.5）。*房地產*也在快速的經濟增長和城市化進程當中獲益，其佔國內生產總值的比例在同期由4.6%上升至5.8%。由於發展相對較慢，部份環節佔國內生產總值的比例變化不大甚至下降，比如*交通運輸*、*倉儲與郵政*，*住宿與餐飲*以及*資訊科技*、*電腦服務與軟件*。

圖B1.5
各服務環節佔內地國內生產總值的比例



資料來源：CEIC、《中國第三產業統計年鑒》（各年）及金管局職員估計數字。

由於所佔國內生產總值的比例及擴張速度各不相同，不同的服務環節對產出增長也有不同的影響。例如，*批發與零售貿易*及*金融中介*是2005至2012年期間最重要的價值創造環節，每年平均為國內生產總值增長貢獻11.4%及7.2%。

創造就業機會方面，服務業佔總就業人口的比例在2005至2012年期間由約31%上升至約36%，年均增長速度為2.4%（表B1.B）。在所有環節當中，*批發與零售貿易*的職位增長最快，所佔就業總人數的比例由2005年的7.4%上升至2012年的11.7%。*教育*，*公共管理及交通運輸*、*倉儲與郵政*等環節所佔就業總人數的比例也一度十分顯著，其後卻出現下滑，這可能是由於持續的市場自由化極大地提高了生產力，並減少了冗餘勞動人口。相比之下，在*科研*，*資訊科技*、*電腦服務與軟件*以及*租賃與商業服務*等商業相關環節，儘管它們的就業人數擴張最快，但所佔就業總人數的比例相對較小。

表B1.B
各服務環節的就業人數增長及佔就業總人數的比例：2005至2012年

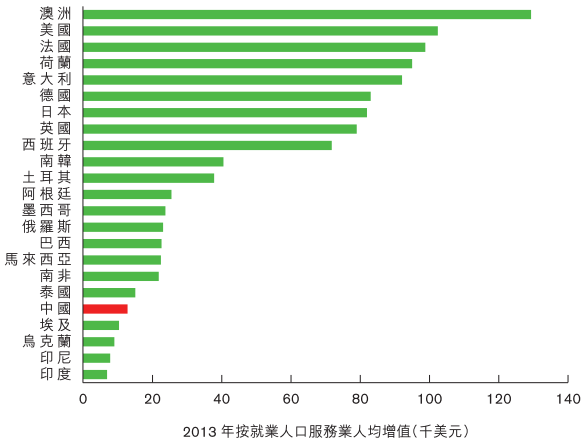
	增長率（%，按年率計）	佔總就業人數的比例2005年(%)	佔總就業人數的比例2012年(%)
總就業人數	**0.4**	**–**	**–**
製造業	**2.5**	**15.4**	**17.8**
第三產業	**2.4**	**31.4**	**36.1**
科研、綜合技術服務與地質勘探	9.0	0.8	1.5
資訊科技、電腦服務與軟件	7.7	0.7	1.1
租賃與商業服務	7.7	1.3	2.1
房地產	7.4	0.7	1.2
批發與零售貿易	7.2	7.4	11.7
居民及其他服務	6.8	1.1	1.6
住宿與餐飲	4.4	1.6	2.1
金融中介	0.5	1.3	1.3
水利、環境與公用事業管理	0.2	0.7	0.7
文化、體育與娛樂	0.0	0.6	0.5
交通運輸、倉儲與郵政	-0.2	2.8	2.7
保健、社會保障與福利	-0.4	1.9	1.8
公共管理與社會組織	-3.8	5.1	3.8
教育	-4.2	5.4	3.9

資料來源：CEIC、《中國第三產業統計年鑒》（各年）及金管局職員估計數字。

內地服務業生產力：相對較低但有提升空間

內地服務業雖然經過快速擴張，但仍受勞動生產力水平相對較低所拖累。跨國比較顯示，即使與俄羅斯、巴西和南非等其他主要的新興經濟體相比，內地服務業的生產力也要低得多（圖B1.6）。一方面，勞動生產力水平低，可能反映在當前發展階段，內地服務業的生產技術在很大程度上仍是勞動密集型。另一方面，中國內地與其他新興國家之間的生產力存在差距，可能反映出服務業由於受國有企業主導，對於新企業進入或競爭的限制窒礙了生產力進一步提高。由於服務業的勞動生產力仍低於製造業，因而內地由投資和製造主導型經濟過渡至消費和服務主導型經濟期間，經濟增長很可能放緩。

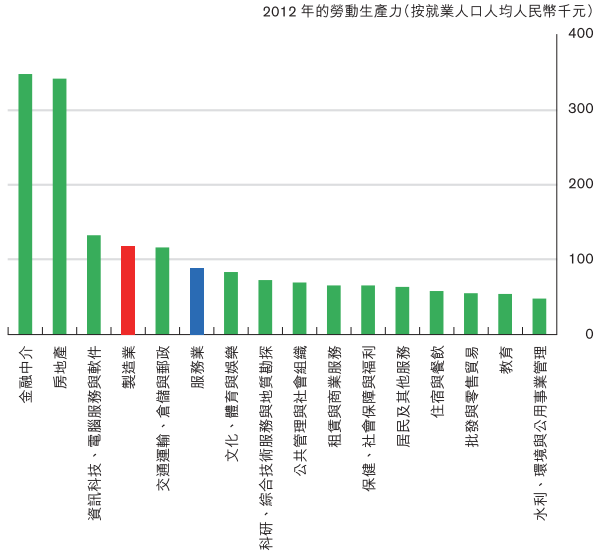
圖B1.6
服務業勞動生產力的跨國比較：2013年



資料來源：世界銀行及金管局職員估計數字。

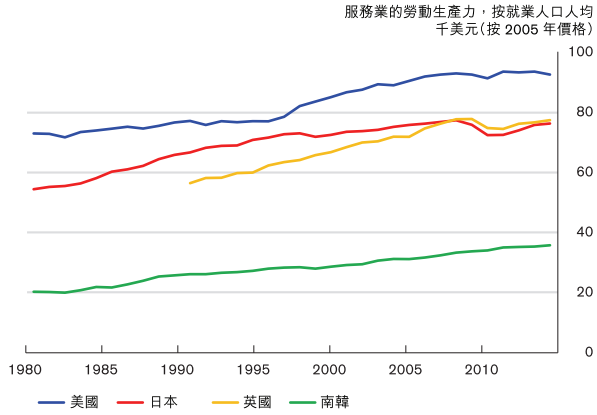
儘管如此，生產力水平相對較低也意味著中期而言，內地服務業的生產力有很大的提升空間。首先，部份環節的勞動生產力遠高於製造業，比如*金融中介*及*房地產*（圖B1.7）。如果這些環節繼續擴張，服務業的整體生產力便有望提高。第二，如果服務業進一步開放，中國內地可能繼續受益於技術溢出。事實上，國際經驗表明，服務業的勞動生產力傾向於隨著時間而改善（圖B1.8）。

圖B1.7
服務及製造業的勞動生產力：2012年



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖B1.8
特定經濟體服務業的勞動生產力演變

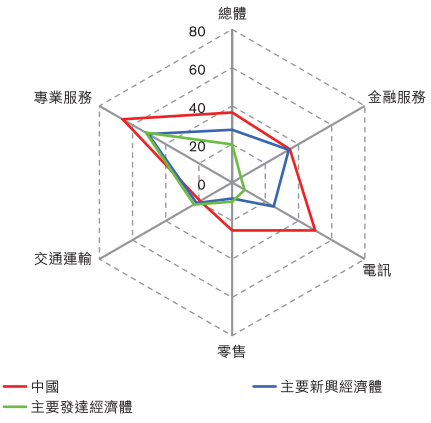


資料來源：CEIC、世界銀行及金管局職員估計數字。

內地服務業進一步發展的瓶頸在哪裡？

內地服務業的規模和生產力落後於國際水平，表明服務業有發展瓶頸。為了推進服務業的現代化並增加服務業的增值內容，內地需要通過打破保護既得利益的監管障礙，為所有服務提供者建立公平的競爭環境。根據世界銀行的服務貿易限制指數，在103個經濟體當中，對於外國服務或服務提供者的不平等對待程度，內地排第27位，高於大多數主要新興經濟體。具體而言，外國公司進入部份服務環節受到特別嚴格的限制，比如*電訊*，*零售*及*專業服務*（圖B1.9）。由於外國競爭者仍然無法進入這些環節，這將不可避免地阻礙國際市場領導者對內地的技術溢出。同時，限制私人資本參與某些服務環節，同樣限制了競爭，導致效率低下。此外，為了加快服務業的轉型，還需要建立更完善的教育體系，以加強人力資本儲備。根據聯合國公佈的教育指數，與其他主要新興經濟體相比，中國內地目前的平均和預期受教育年限均相對較低。

圖B1.9
服務業各環節的進入限制



註：分數越高，對外國公司的進入限制就越嚴。
資料來源：世界銀行及金管局職員估計數字。

結論

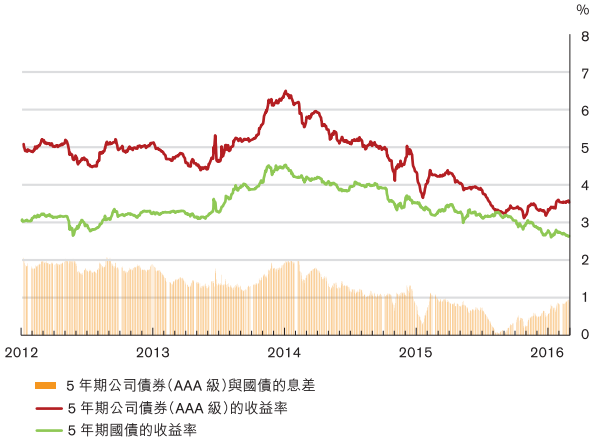
雖然內地服務業在過去幾十年迅速擴張，但在創造增值和就業方面，不同服務環節的表現大相逕庭，這取決於它們在內地經濟的快速發展以及當前的城市化進程和市場改革中的受益程度。鑒於服務業的整體生產力仍低於製造業，中國內地有可能在向服務型經濟過渡的過程中出現經濟放緩。儘管如此，如內地能成功消除新企業的進入限制和人力資本儲備有限等瓶頸，服務業的生產力仍有提升的空間。

專題2
中國內地公司債券市場的槓桿活動

內地公司債券市場過熱的跡象

市場越發關注內地公司債券市場錯誤定價的風險。儘管企業盈利倒退，公司債券與國債的息差在去年下半年收窄至異常低的水平。在2015年9月，獲得最高信用評級的公司債的收益率幾乎與國債收益率持平（圖B2.1）。

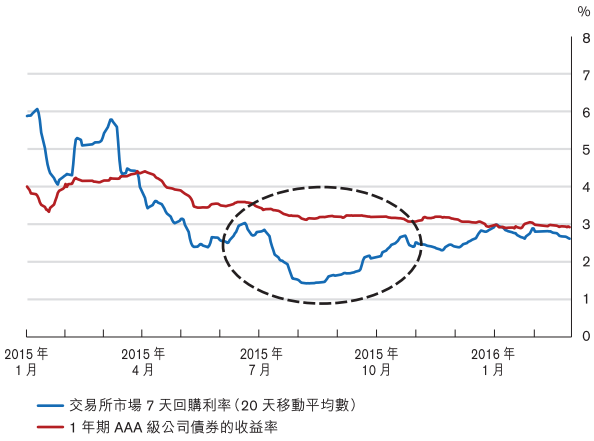
圖B2.1
公司債與國債的息差



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

公司債與國債息差明顯收窄，部份原因在於交易所市場極低的回購利率導致套息交易十分活躍（圖B2.2）。去年年中A股市場大幅調整刺激了市場對債券的避險需求，特別是由私人機構發行的收益率較高的債券。由於預期中國人民銀行將進一步下調利率，部份投資者利用所持債券作為抵押品在交易所回購市場借入資金，透過槓桿增加他們在公司債的投資。這些槓桿活動增加了投資者的利率風險。如果避險情緒升溫或流動資金收緊導致回購利率飆升，公司債券的價格就有可能大幅回調，導致債券投資者蒙受巨額的賬面虧損。

圖B2.2
交易所市場回購利率與公司債券收益率

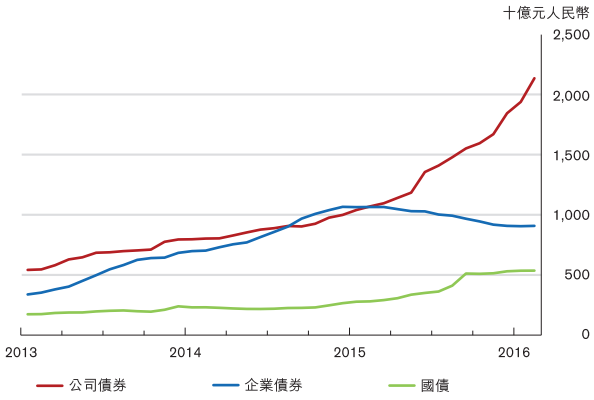


資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

對公司債券市場槓桿活動的評估

反映對公司債券的強勁需求，未償還公司債券的餘額於2015年顯著上升85%至1.8萬億元人民幣（圖B2.3）。同時，公司債券市場的槓桿活動增加，導致交易所市場回購貸款餘額在2015年增加超過三分之一至8,900億元人民幣。

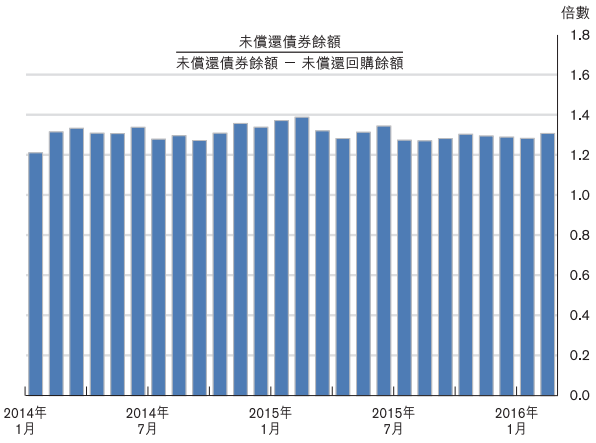
圖B2.3
交易所市場未償還債券餘額（按類型劃分）



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

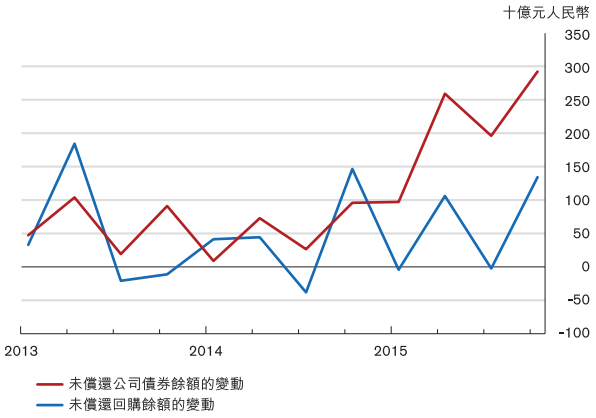
交易所債券市場相對穩定的槓桿比率(定義為[未償還債券餘額／(未償還債券餘額－未償還回購餘額)])，顯示目前整體槓桿活動並未有顯著上升(圖B2.4)。然而，近期公司債券市場擴張與回購借款增長相對較強的同步性顯示，部份投資者可能借入短期資金以增加其在公司債券投資的槓桿(圖B2.5)。

圖B2.4
交易所債券市場的槓桿比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

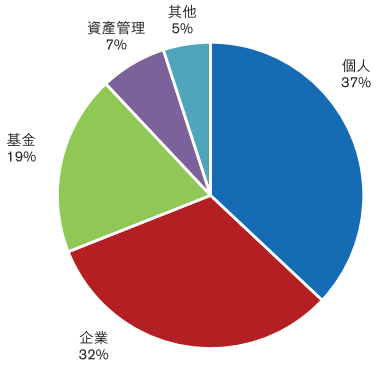
圖B2.5
交易所市場未償還公司債券和未償還回購餘額的變動



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

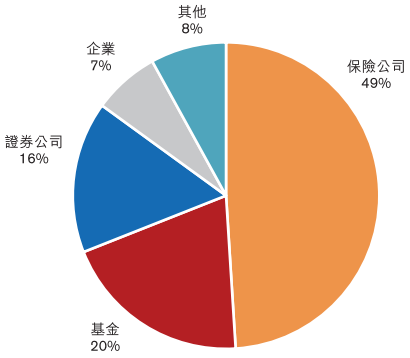
大部份透過槓桿的債券投資是由機構投資者所持有，他們是主要的回購借款人以及在公司債券市場的活躍投資者。交易所回購市場的資金主要是由個人和非銀行企業所提供。交易所數據及私人機構估計數字顯示，交易所回購市場上的貸款主要來自個人和企業，而保險公司、基金及證券公司等非銀行金融機構，則是投資於公司債券及其他高收益資產的主要回購借款人(圖B2.6及B2.7)。雖然銀行和高資產淨值的個人投資者可以投資於在交易所買賣的公司債券，但沒有證據顯示他們積極參與槓桿類投資活動。圖B2.8闡釋交易所回購市場及債券市場參與者之間的資金流向。

圖B2.6
交易所回購市場上的資金提供者(按類型劃分)



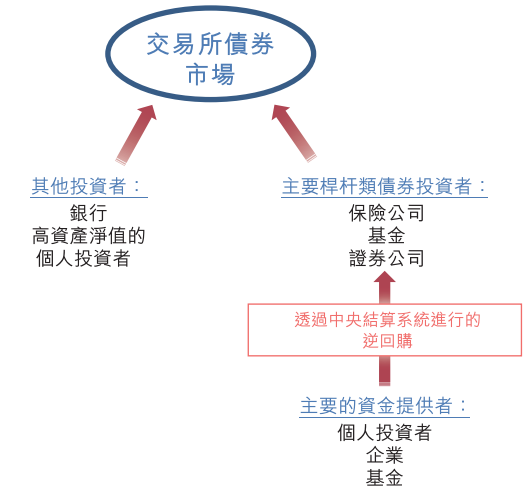
資料來源：海通證券。

圖B2.7
交易所回購市場上的借款人(按類型劃分)



資料來源：海通證券。

圖 B2.8
交易所債券市場的資金流向



資料來源：金管局職員編制。

公司債券價格調整對金融穩定的影響

由於公司債券的收益率異常低，如果企業盈利進一步倒退或債券違約數量增加，有可能觸發投資者對信貸風險的重新定價，而槓桿投資的平倉活動將加劇公司債券價格下跌，進而可能影響金融穩定。

目前，由公司債券市場下滑而引發的系統性風險仍然可控，原因是(i)其規模相對較小；(ii)銀行在該市場的風險額有限；及(iii)交易所回購市場與銀行間回購市場之間的聯繫有限。儘管未償還公司債券的餘額快速增長，但僅佔社會融資總存量的1.3%。同時，相對於銀行資產總額而言，銀行於公司債券的投資較少。多家內地上市銀行的資產負債表數據顯示，截至2015年年中，它們在公司債券和企業債券的投資總額僅佔銀行總資產約2%。目前，與公司債券市場槓桿活動有關的資金主要來自交易所回購市場的借款。鑒於公司債券無法在銀行間回購市場上做抵押借款，公司債券價格大幅回調對貨幣市場回購利率的外溢效應相信有限。

儘管如此，假若公司債券市場急挫導致資金提供者大規模撤回資金，高槓桿的公司債券投資者將面臨較大風險。[14] 由於結算所或中央銀行並不會在交易所回購市場提供流動資金支持，如果避險情緒升溫或資金提供者的風險偏好轉變，可能會顯著推高回購利率並導致公司債券遭到拋售。利用槓桿的債券投資者(特別是小型證券公司和基金公司)可能因為回購利率上升及債券價格下跌而遭受重創，並可能因為要被迫將槓桿投資平倉而遭受大額損失。基金公司如果在公司債券價格下調後遭受嚴重損失，還可能會面臨贖回壓力上升。

公司債券市場的低迷也可能阻礙企業透過直接融資渠道籌集資金。內地的低息環境吸引了越來越多的內地企業在境內債券市場籌集資金，企業債券收益率飆升將增加債券發行人的舉債成本，不利於企業支出，對信用質素較高的企業亦會造成傷害。

為控制公司債券市場的槓桿活動，監管部門已經加強交易所回購市場的風險管理，並收緊在回購借款中抵押品的使用規則。去年11月下旬，中國證券登記結算有限公司發出通函，以(i)綜合考慮回購債券的集中度、流動性和信用情況等因素，對部分回購質押債券折算率予以動態調整，及(ii)繼續完善對在交易所回購市場上用作抵押品債券的標準折扣率差別化管理的機制。

採取上述收緊措施後，公司債券市場過熱的風險似乎有所減退，而近期交易所回購利率上升亦促使部份債券投資者將其槓桿類投資平倉。這導致公司債券收益率在近期回升，而公司債與國債的息差亦有所擴闊。

[14] 由於回購交易是透過由交易所管理的中央交易結算系統進行的，而交易所是回購借款人違約的最終風險承擔者，資金提供者面臨的交易對手風險有限。一般情況下，交易所遭受這種損失的可能性很小，因為：(i)合格的公司債券抵押品必須有AA或以上的評級(包括發行人評級)，有助降低交易所面對的違約風險；及(ii)用作抵押品的公司債券及企業債券有顯著的估值折扣(如5至30%，這取決於債券的信用評級和擔保情況)，該折算率可根據債券價格的波動率每日調整。

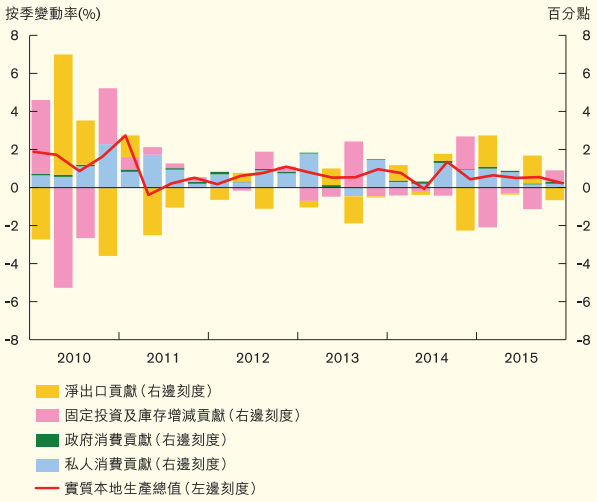
3. 本港經濟

受私人消費增長疲軟、資本投資疲弱及服務輸出持續下滑拖累，香港經濟增長動力於2015年底放緩。預計2016年的經濟增長仍然疲軟，前景也會受到全球宏觀經濟和金融環境的不明朗因素影響。鑒於本地經濟增長動力溫和，加上房屋租金放緩及進口價格通脹偏軟，通脹壓力仍然受控。

3.1 實體經濟活動

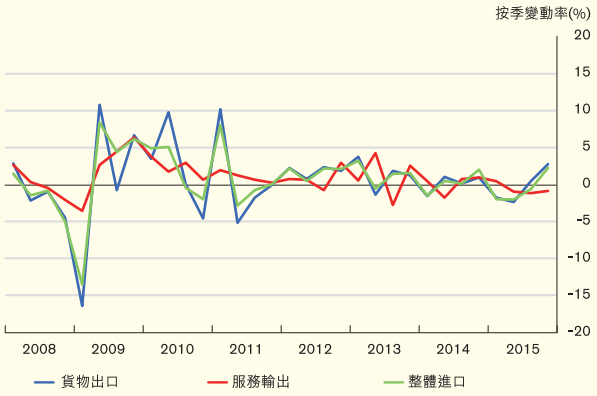
香港經濟增長動力於2015年底放緩，經季節性因素調整的實質本地生產總值按季增長由前三季約0.6%放緩至第4季的0.2%（圖3.1）。儘管就業和收入狀況大致穩定，為私人消費提供支持，但消費增長動力於最後兩季減弱，部分反映消費信心疲弱及金融服務需求下降。專題3探討加息如何通過不同渠道影響私人消費。固定投資方面，資本開支隨營商氣氛轉差而持續疲弱，樓宇及建造活動增長亦隨公共項目進展緩慢而放慢。去庫存持續但其速度已顯著放緩。對外方面，淨出口於第4季轉為拖累本地生產總值增長。特別是服務輸出因受入境旅遊轉弱及金融市場活動減少而繼續收縮，貨物輸出及整體進口則在2015年上半年下跌後有所回升（圖3.2）。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處。

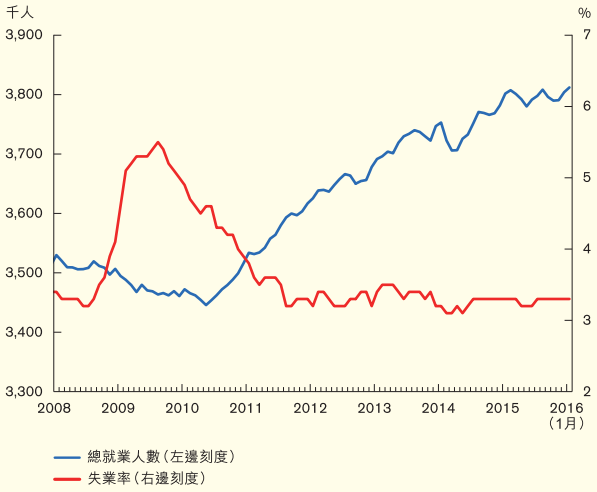
圖3.2
實質進出口



資料來源：政府統計處。

與去年同期比較，實質本地生產總值增長由2015年上半年的2.7%，放緩至第3季的2.2%及第4季的1.9%。2015年全年實質經濟增長亦由2014年的2.6%下降至2.4%。經濟表現轉弱主要是由於本地需求增長放緩所致，而整體進口下滑速度快於整體出口，令淨出口對本地生產總值增長恢復為正貢獻。儘管經濟狀況轉弱，但近月經季節性因素調整的失業率仍保持在3.3%的低位（圖3.3）。然而，總就業人數近乎持平，反映勞動力需求回軟。當中主要的拖累來自零售、住宿及膳食服務業。

圖3.3
失業率及總就業人數

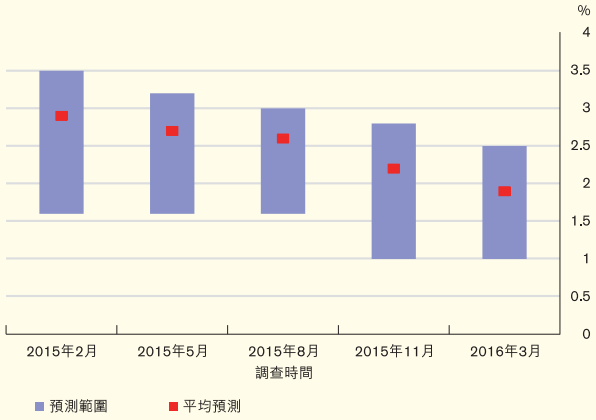


資料來源：政府統計處。

預計2016年的實質經濟增長仍將疲軟。全球經濟增長前景黯淡，入境旅遊持續疲弱，以及環球金融市場波動的負溢出效應，將繼續抑制香港出口表現。本地方面，勞工市場在經濟動力轉弱的情況下可能面對壓力，而本港資產價格調整或會削弱消費信心並引發負財富效應，因此，預計私人消費來年只會溫和增長。雖然私營部門樓宇及建造活動應可保持穩定，但公營部門樓宇及建造活動的前景或因撥款審批受阻而變得不明朗。營商信心薄弱及利率上升亦可能會抑壓資本投資。儘管如此，2016/2017年財政預算案的財政刺激措施將有助緩解經濟放緩的趨勢。

金管局內部編製的綜合領先經濟指標顯示，經濟增長動力於2016年上半年可能仍然疲弱。就2016年全年而言，政府預測實質本地生產總值增長將介乎1至2%，而私營機構分析師的經濟增長預測亦各有不同，介乎1.0%至2.5%，平均則為1.8%（圖3.4）。

圖3.4
2016年實質本地生產總值增長的共識預測



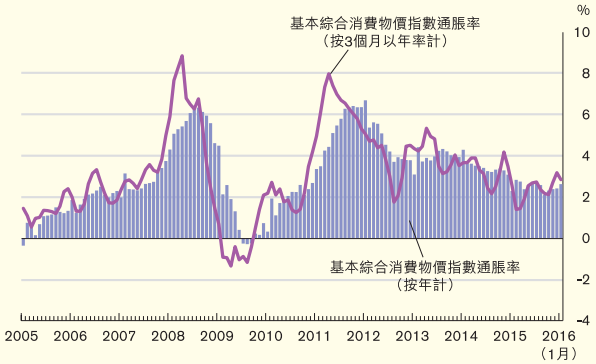
資料來源：《共識預測》。

以上所述的經濟增長前景會受眾多不明朗因素及風險所影響。特別是美國未來加息的步伐及幅度，內地宏觀經濟和金融發展，以及它們對環球經濟、資金流動和資產市場的影響仍極不明朗。若金融市場波動加劇、本地貨幣狀況突然收緊或樓市調整幅度超越預期，均可能對經濟前景構成下行風險。然而，本港公共項目進展加快或有助緩解本地生產總值增長的下行壓力。

3.2 消費物價

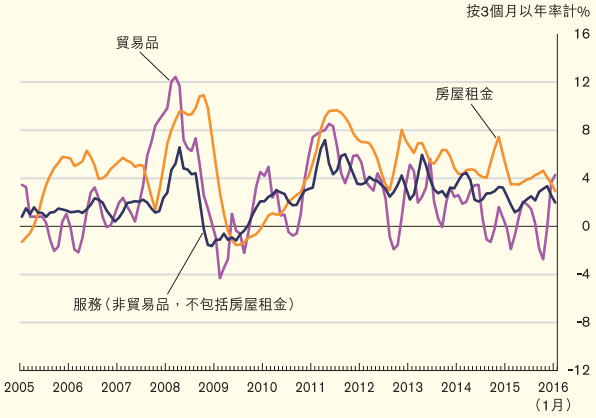
儘管通脹動力近期由於食品價格上漲及公用事業費用回升而稍為重拾升勢，但消費物價通脹自2012年以來大致保持向下的勢頭。按年基本通脹率在去年第3及第4季均維持在2.4%，其後因為天氣異常寒冷推高新鮮蔬菜價格的關係，在2016年1月稍微上升至2.6%（圖3.5）。與此同時，由於去年8月提供的一項電力燃料費特別回扣的影響逐漸減退，反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率由第3季的2.2%升至1月的2.8%。按主要組成項目分析，房屋租金及服務通脹均有所放緩，但衣履價格上漲導致容易波動的貿易品價格攀升（圖3.6）。

圖3.5
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

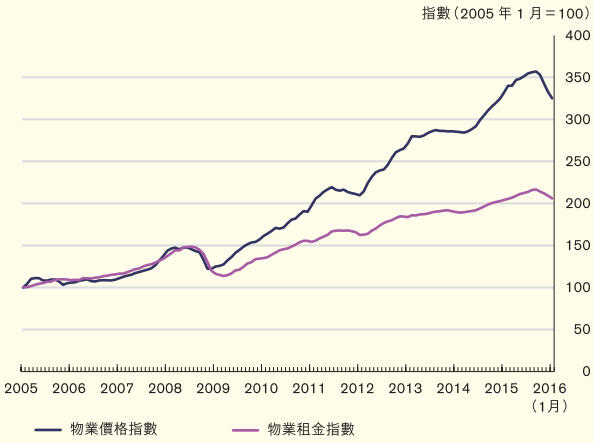
圖3.6
按主要組成項目分類的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

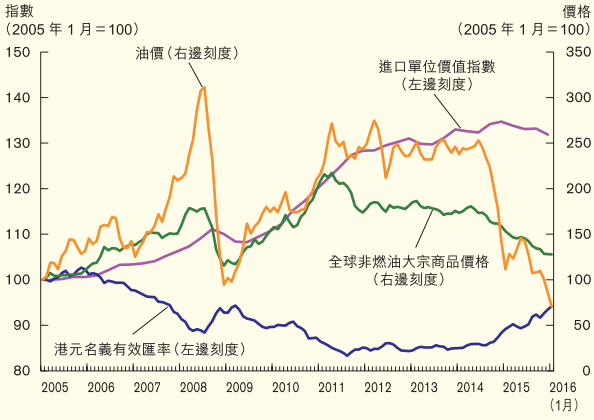
展望未來，按季通脹動力應會維持受控，部分原因是近期新訂住宅租約租金回落，預料往後將會反映在消費物價通脹上（圖3.7）。此外，2015年第4季的產出缺口估計為負值，應可抑制本地營商成本和服務通脹。外圍方面，港元強勢加上全球商品價格偏軟，進口價格通脹可望保持溫和（圖3.8）。整體而言，2016年本地通脹料將進一步下跌，政府預測2016年的全年基本通脹率為2.0%，低於2015年的2.5%。

圖3.7
住宅物業價格及租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

圖3.8
商品及進口價格



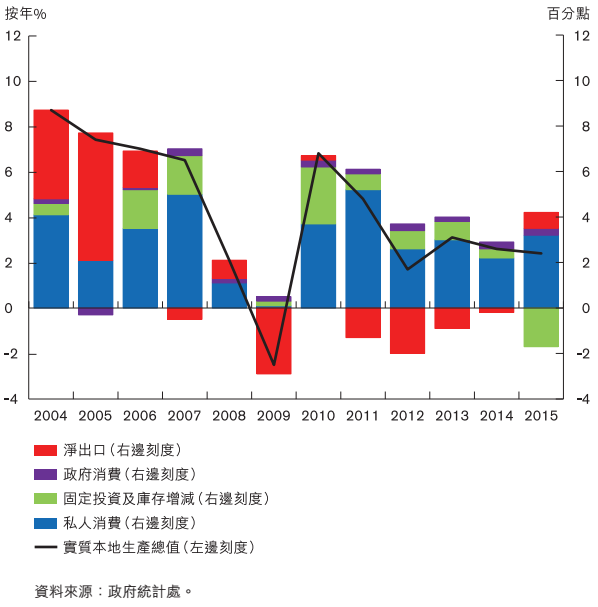
資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

通脹前景可能面對下行壓力。首先，全球經濟前景面臨各種挑戰和困難，而主要先進及新興市場經濟體的增長若遜於預期，會拖累全球大宗商品價格，並為香港增長前景帶來下行風險。其次，美國未來貨幣政策路向及主要經濟體的增長前景不明朗，或會加劇全球金融市場波動，並可能波及本港房地產市場。這種潛在風險，加上房屋供應陸續增加，可能會對本地房屋價格構成下行壓力，從而影響住宅租金及消費情緒。與此同時，如果訪港旅遊業轉弱的趨勢持續，可能會削弱本地零售商的定價能力，並拖累零售物業市場及勞工市場，進而或會導致本地通脹低於預期。

專題3
檢視利率上升對香港私人消費的影響

美國已開始利率正常化過程，預期港元利率在聯繫匯率制度下會跟隨美國利率上升。本專題分析利率上升對香港本地需求的影響。理論上，利率上升會拖低私人消費和投資，從而壓抑本地需求。私人投資佔本地生產總值份額相對較小，而且難以透過經濟模型分析。另一方面，私人消費是香港本地生產總值的重要組成部份（佔2015年本地生產總值66%），近年亦一直是本地經濟增長的主要動力（圖B3.1），因此，分析利率上升對私人消費的影響，有助我們理解美國利率正常化對本港經濟的影響。

圖B3.1
香港：各主要開支組成部份對實質本地生產總值增長的貢獻



資料來源：政府統計處。

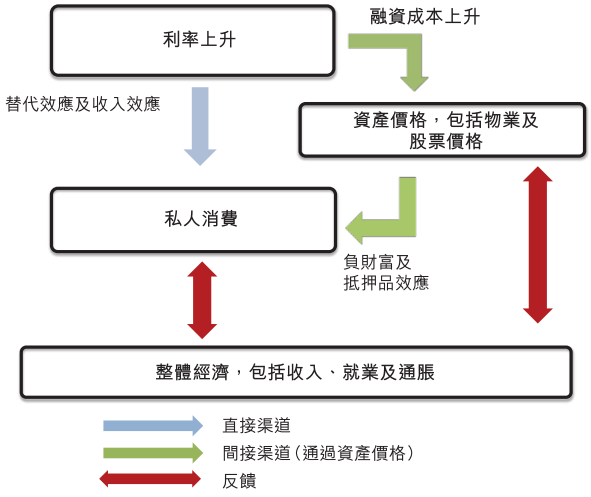
利率上升影響香港私人消費的傳遞渠道

利率上升的影響可以透過直接和間接渠道傳遞至私人消費。直接渠道通過替代效應和收入效應，反映家庭在當下消費與未來儲蓄之間作出的選擇。替代效應方面，利率上升會提高當下消費的相對價格（即跨期替代），誘使家庭在當下減少消費，增加儲蓄。收入效應方面，它對消費的影響取決於家庭是淨債權人或淨債務人。對於淨債權人，利率上升會提高他們的利息收入，促使他們在當下增加消費，減少儲蓄。對於淨債務人，利率上升會增加他們的債務負擔，降低他們的收入，進而減少消費。

間接渠道方面，利率上升會壓抑股票和物業價格，通過負財富及抵押品效應影響私人消費。在不同的資產類別當中，因住宅物業通常是家庭資產的主要組成部份，預計物業資產將會是較重要的傳遞渠道。

除了上述提及的渠道，利率上升亦會經私人消費和資產價格影響整個經濟（例如勞工市場），再反過來影響私人消費。圖B3.2闡釋利率上升如何透過這些直接和間接渠道傳遞至私人消費。

圖B3.2
利率上升如何傳遞至私人消費



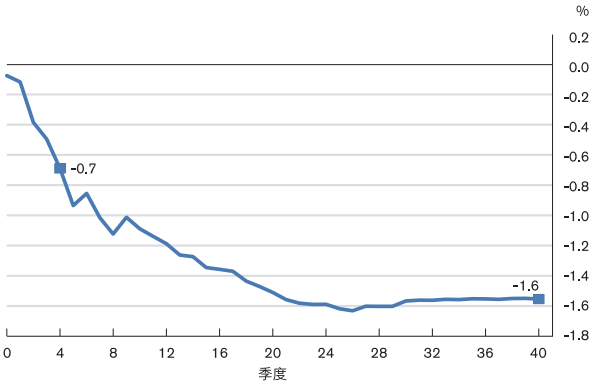
實證分析

為了分析利率上升對私人消費的影響，我們使用以下六個變量建立一個向量自回歸(VAR)模型：實質私人消費、實質勞動收入（人均實質薪金乘以就業總人數）、實質物業價格、實質股票價格（以恒生指數為代表）、港元利率（以三個月香港銀行同業拆息為代表）

及基本綜合消費物價通脹率。港元利率及基本綜合消費物價通脹率以按季變動表示，其餘變量則以按季增長率表示。

通過模擬利率衝擊傳遞並考慮各變量之間的相互影響，我們從累計脈衝反應推算出利率上升對私人消費造成的總體影響。我們的模擬分析顯示，港元利率上升100個基點，會在一年間導致私人消費累計減少0.7%，在長期導致私人消費累計減少1.6%(圖B3.3)。

圖B3.3
利率上升對私人消費的總體影響

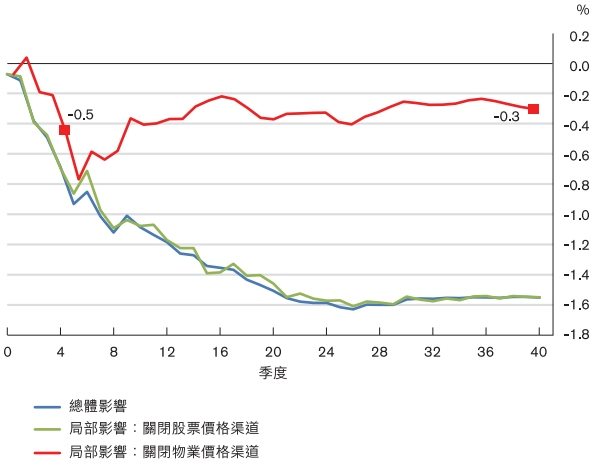


資料來源：金管局職員估計數字。

為了剖析利率上升通過資產價格渠道傳遞的影響，我們假設性地「關閉」資產價格對私人消費的傳遞作用(透過將物業價格和股票價格的滯後系數設置為零)，然後再模擬利率衝擊。通過將利率上升的這局部影響與總體影響(即圖B3.3)比較，我們可以了解利率透過資產價格渠道進行傳遞的情況。我們依次關閉物業價格和股票價格的傳遞作用，從而估計物業價格渠道和股票價格渠道各自的影響。

關閉物業價格渠道後，我們發現利率上升的一年期影響只略小於總體影響，長期影響則大幅小於總體影響(紅線，圖B3.4)。這意味著利率上升透過物業價格渠道的傳遞存在滯後，但物業價格渠道最終會顯著拖低私人消費。另一方面，我們發現關閉股票價格渠道對利率上升的短期和長期衝擊都沒有多大影響(綠線，圖B3.4)。利率上升通過股票價格渠道的有限傳遞，可能是由於股票價格較為波動及不易透過模型作出分析。

圖B3.4
利率上升對私人消費的總體影響及局部影響



資料來源：金管局職員估計數字。

結語

我們的模擬分析闡釋利率上升對私人消費可能產生的影響。結果顯示利率上升對私人消費的最終影響，主要取決於物業價格受利率上升影響的程度。這個結果與物業作為主要家庭資產的事實相符，物業可以成為利率上升對本港經濟衝擊的主要傳遞渠道。

然而，上述實證結果是建基於私人消費及資產價格之間在不同的經濟和物業周期的平均關係。在現時的周期當中，物業估值偏高，故利率上升可能會對物業價格造成更大及非線性的負面影響。因此，利率上升的實際影響可能較我們所顯示的結果為大。此外，近年家庭債務負擔上升，可能會導致私人消費跌幅對於物業市場下行周期的敏感度上升。

4. 貨幣及金融狀況

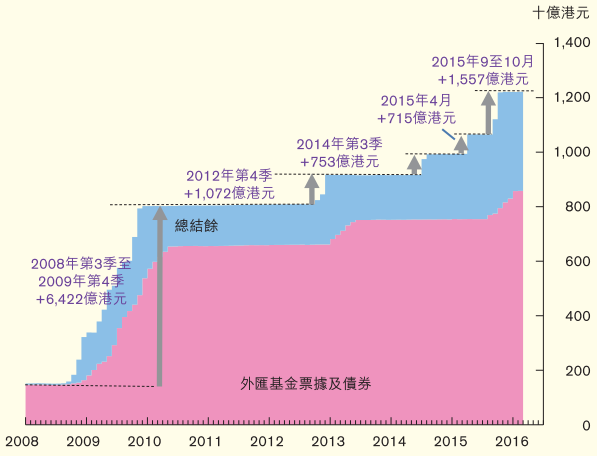
匯率、資金流及貨幣動向

由於離岸人民幣被兌換為港元帶動強勁資金流入，港元匯率於2015年下半年在7.75附近徘徊，但港元匯率及後轉弱，反映美國加息後貨幣發行局制度正常運作以及環球和本港金融市場波動加劇。展望未來，港匯轉弱是香港貨幣狀況正常化的必經階段。鑒於美國加息應會漸進，加上港元貨幣基礎龐大，港元拆息的調整應不會太急速。

4.1 匯率及資金流

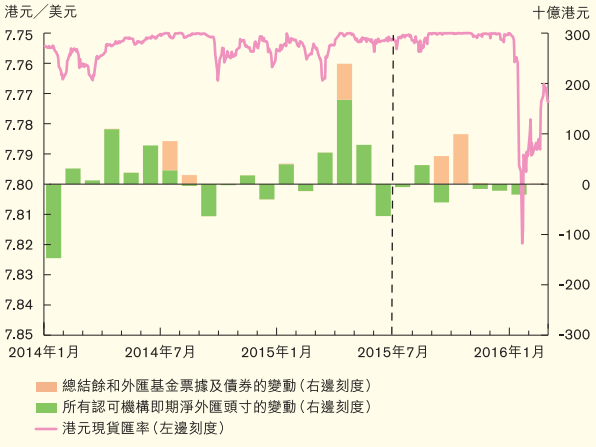
儘管環球金融市場波動加劇及美國加息，但港元兌美元匯率於2015年下半年仍大致保持穩定，在7.7500至7.7562之間窄幅徘徊(圖4.1)。大量資金流入導致港元現貨匯率於8月下旬轉強至7.75，強方兌換保證亦於9月1日至10月30日期間多次被觸發。總額達1,557億港元的強勁資金流入是受離岸人民幣被兌換為港元，以及一般商務的港元需求所帶動(圖4.2)。港元現貨匯率於11月及12月在7.75附近徘徊，對12月16日美國首次加息反應平靜。隨著港元與美元之間的負息差擴大，港元遠期匯率折讓輕微擴闊(圖4.3)。

圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

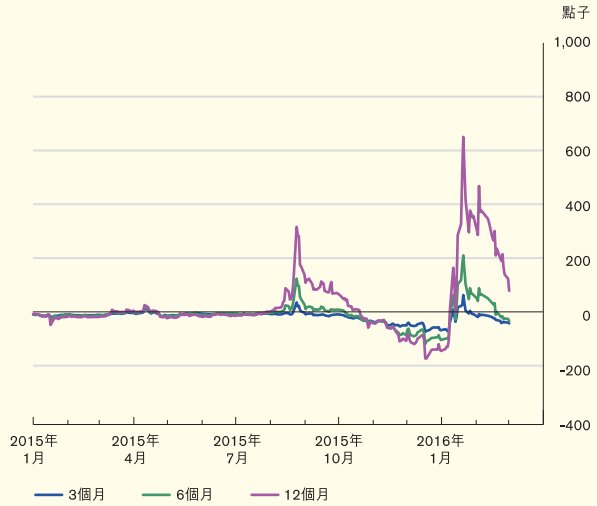
圖4.1
匯率及資金流指標



註：資金流指標的正值表示流入，2016年2月認可機構的即期淨外匯頭寸變動暫時沒有數據。

資料來源：金管局及職員估計數字。

圖4.3
港元遠期匯率差價

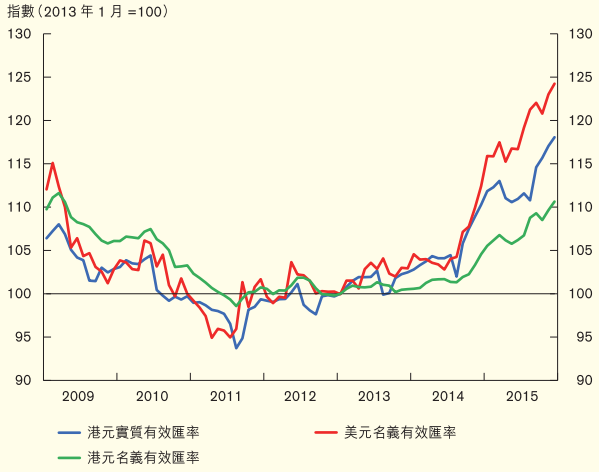


資料來源：金管局。

港元匯率於2016年1月開始顯著轉弱，並於1月20日降至7.8295的低位。港元匯率轉弱符合美國加息後聯繫匯率制度的正常運作，並反映環球和本港金融市場的較大波動。[15] 港美拆息差距擴大、人民幣匯率波動增加、亞洲貨幣普遍走弱、中國內地和香港股市被拋售，以及中國內地和香港經濟前景沒有以前樂觀，導致港元需求於1月份減弱。此外，更多投資者為其貨幣及港股投資組合進行外匯對沖，導致遠期市場上的港元供應增加，對港元遠期匯率造成轉弱壓力（圖4.3）。鑒於金融市場不穩，部分市場人士對港元外流風險表示擔憂，並認為有可能會重演1997–98年金融風暴。然而，弱方兌換保證被觸發並導致貨幣基礎收縮，是港元利率正常化的必經階段。此外，現在貨幣基礎已顯著擴大，再加上金管局推出了貼現窗安排，像1997–98年那樣沽空港元推高港元拆息的做法現時非常困難。隨著市場情緒好轉，港元匯率於2月在7.7668至7.7905的區間內移動。

港元的貿易加權名義有效匯率指數在2015年下半年上升4.2%，主要是受美元進一步轉強所帶動（圖4.4）。雖然香港與其貿易夥伴之間的整體通脹率差距正在縮小，但仍然為正數，再加上美元升值，所以港元的實質有效匯率指數在2015年下半年上升了6.4%。在國際貨幣基金組織與香港的2015年第四條磋商中，基金組織代表團認為，港元的實質有效匯率及本港對外收支平衡狀況符合基本因素和適當可取的政策。

圖4.4
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

證券投資資金流於2015年下半年及最近出現流出的壓力。根據最新的國際收支平衡統計資料，股票證券投資資金於第3季出現淨流出，原因是隨著本港股市大幅下挫，非本地居民進一步減持香港股票及投資基金（表4.A）。[16] 另一方面，債務證券投資資金持續流出，主要是由於香港銀行增持非本地居民債務證券。一項對全球互惠基金進行的調查亦顯示，隨著環球金融市場波動加劇，第4季及最近幾週有股票及債務證券投資資金流出（圖4.5）。

表4.A
跨境證券投資資金流

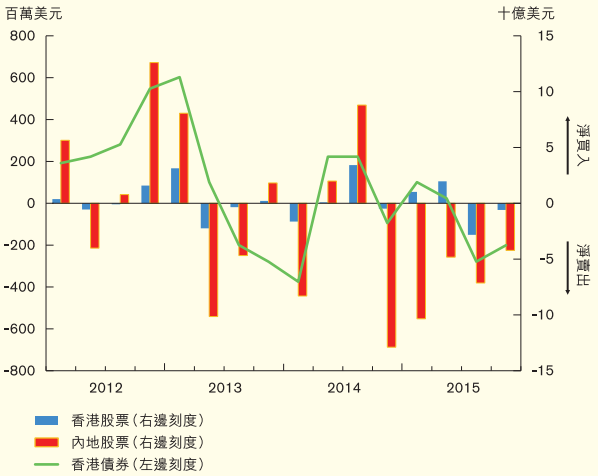
（十億港元）	2013	2014	2015 第1季	2015 第2季	2015 第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-179.4	-318.2	-105.4	-97.5	8.9
債務證券	-335.2	42.1	-81.0	-109.3	-122.0
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	67.6	136.7	-119.4	-198.9	-26.4
債務證券	61.0	75.0	23.0	10.5	-5.7

注：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

15 詳情請參閱金管局分別於2016年1月27日及2月1日在《匯思》發表的文章《解說聯繫匯率制度》及《認清形勢　沉著應對》。

16 在編寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

圖4.5
股票及債券相關資金流的市場調查



資料來源：EPFR Global。

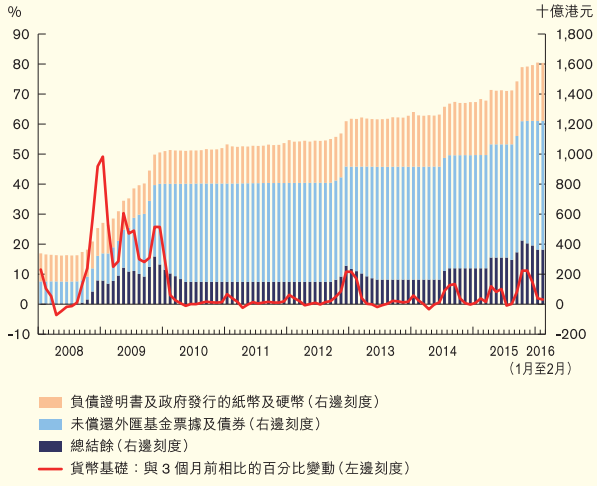
展望未來，港元資金流向和規模將取決於多項因素，例如港美拆息差距、環球宏觀經濟和金融前景、市場情緒等。鑒於環球金融市場情緒緊張，任何觸發全球經濟前景重估的衝擊均可能導致未來環球金融市場持續動盪以及資金流波動。

4.2 貨幣及信貸

香港銀行體系流動性仍然充裕，貨幣基礎於2015年下半年及2016年年初進一步擴張。由於強方兌換保證於9月至10月期間多次被觸發，總結餘在2015年下半年從3,107億港元擴張至3,913億港元（圖4.6），其中部分增幅被滿足銀行為管理流動性需求而增發的750億港元外匯基金票據所抵銷。[17] 因此，未償還外匯基金票據及債券進一步增加至2015年底的8,296億港元。再加上負債證明書及政府發行的流通紙幣及硬幣輕微增長，貨幣基礎於下半年上升11.8%。

踏入2016年，儘管港元利率和匯率出現波動，但香港銀行同業拆息市場繼續正常運作，貨幣基礎大致保持穩定，並根據貨幣發行局制度的原則得到外匯儲備的十足支持。[18]

圖4.6
貨幣基礎的組成部分



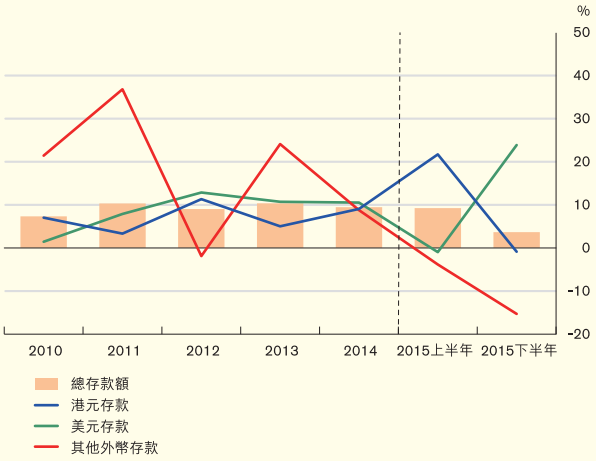
資料來源：金管局。

儘管貨幣基礎增加，但港元廣義貨幣（港元M3）在上半年大幅上升10.5%（按年率計21.1%）後，於下半年微跌0.2%（按年率計0.3%）。作為港元M3的主要組成部分，港元存款於下半年減少0.5%（按年率計0.9%）（圖4.7），這是由於活期存款隨著本地股票市場成交額及集資活動減少而下降。以對應資產分析，港元M3的下降主要反映港元貸款及銀行淨外幣資產下跌（圖4.8）。

17 增發外匯基金票據符合貨幣發行局制度的原則，因為它反映貨幣基礎組成部分之間的轉移，即由總結餘轉移至外匯基金票據及債券。

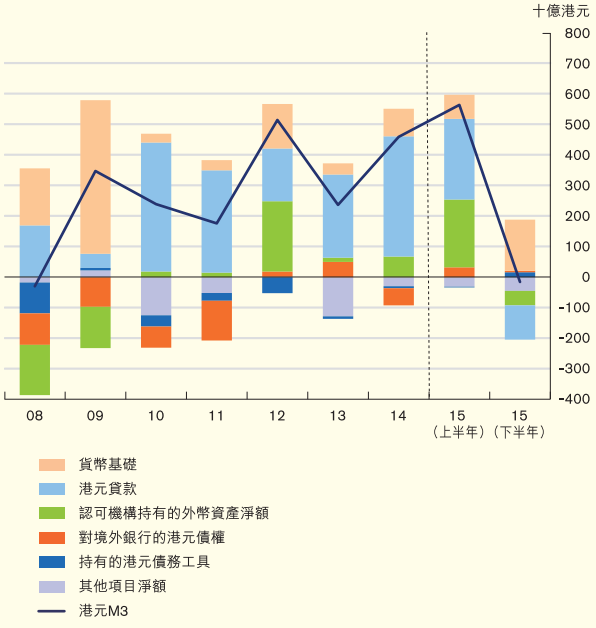
18 在聯繫匯率制度下，已指定一批外匯基金資產作為支持組合，但外匯基金的全部資產均可用於支持港元匯率。

圖4.7
存款增長



註：2015年上半年及下半年增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

圖4.8
港元M3及其對應資產變動

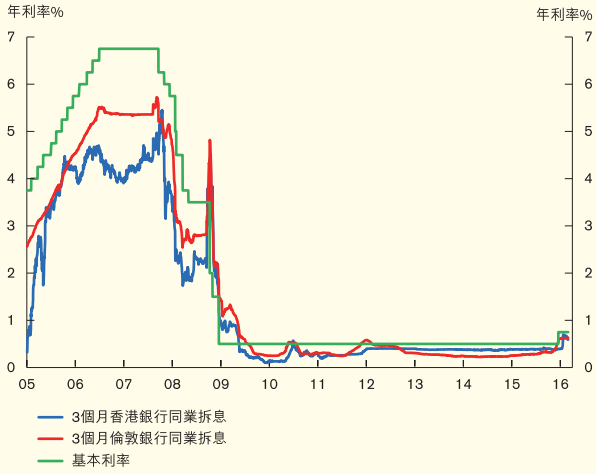


註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

隨著匯率波動加劇，美元存款於2015年下半年錄得12.3%（按年率計24.6%）的強勁增長（圖4.7），其他外幣存款則顯著下降7.9%（按年率計15.8%），主要由人民幣存款收縮所致。整體而言，存款總額增長從上半年的4.8%（按年率計9.5%）放緩至下半年的1.9%（按年率計3.8%）。

由於銀行體系流動資金充裕，港元的批發融資成本保持低位。隔夜及3個月香港銀行同業拆息在2015年下半年分別維持在大約0.05%和0.39%的水平，期內的溫和變動主要受8月金融市場波動導致流動資金需求增加，以及銀行的季節性流動資金需求所導致。隨著美國聯邦基金利率的目標範圍於2015年12月16日（美國時間）由0至0.25%上調至0.25至0.5%，基本利率於2015年12月17日由0.5%相應上調至0.75%。[19] 踏入2016年，金融市場波動加劇，令香港銀行同業拆息面臨上行壓力，3個月香港銀行同業拆息於1月下旬上升至0.70%的7年高位，香港與美國的銀行同業拆息息差亦因而收窄。儘管如此，現時香港銀行同業拆息仍處於低水平（圖4.9）。

圖4.9
基本利率及銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

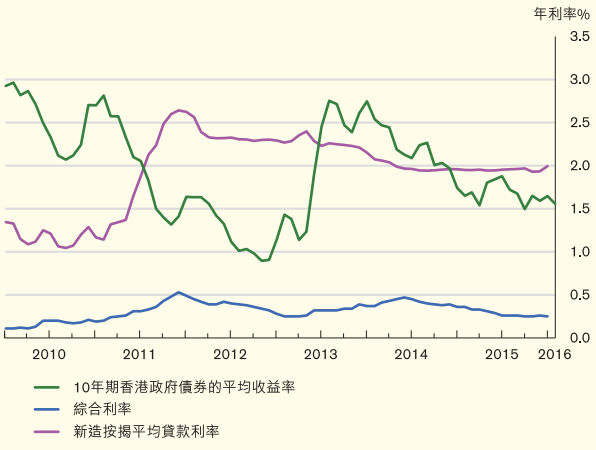
展望未來，香港銀行同業拆息上升的步伐和幅度將取決於資金流出的規模，而後者受多種因素影響，包括港元與美元息差、環球宏觀金融前景及市場情緒。鑑

[19] 按照於2009年3月26日宣佈的預設公式，現時基本利率定於聯邦基金目標利率目標範圍下限加50基點的水平，或隔夜與1個月香港銀行同業拆息的5天移動平均數的平均值水平，兩者以較高者為準。

於美國加息步伐預期將會漸進，加上港元貨幣基礎龐大，港元拆息的上升應不會太急速。此外，未償還外匯基金票據及債券達到約8,600億港元，大部分均由銀行持有以管理流動性，故此銀行使用貼現窗將有助避免銀行同業拆息出現過度波動。儘管如此，在金融市場波動加劇的情況下，資金流出的規模及速度仍存在不明朗因素。

港元收益率曲線大致跟隨美元收益率曲線的變動，長年期部份稍為變得平坦，10年期香港政府債券的收益率由6個月前的1.79%輕微下降至2015年年底的1.66%（圖4.10）。同時，銀行的平均融資成本（以綜合利率計算）於12月下降3個基點至0.26%，主要是由於加權存款利率下降，而銀行的新造按揭平均貸款利率仍維持在約1.95%的低位。

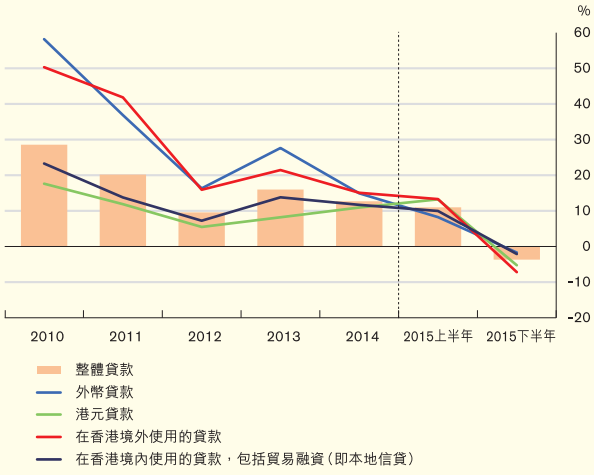
圖4.10
10年期香港政府債券的收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局及職員估計數字。

信貸增長減慢，主要反映企業信貸需求隨著宏觀金融環境的不明朗因素增加而有所減弱。在2015年上半年按年率計增長11.0%後，整體貸款於下半年按年率計下跌3.7%，為2009年上半年以來首次錄得下跌（圖4.11）。整體貸款下跌反映本地及境外使用貸款均減少，當中本地信貸錄得按年率計2.1%的溫和跌幅。繼前幾年強勁增長後，香港境外使用貸款於下半年按年率計收縮7.2%，部分由於中國內地融資成本下降，導致中國內地相關借貸增速減慢。按貨幣種類分析，港元貸款及外幣貸款在下半年按年率計分別下跌5.3%及1.7%。外幣貸款當中，美元貸款按年率計下跌6.9%，部分反映人民幣貶值引發的美元貸款償還。全年整體貸款增長從2014年的12.7%放緩至2015年的3.5%。

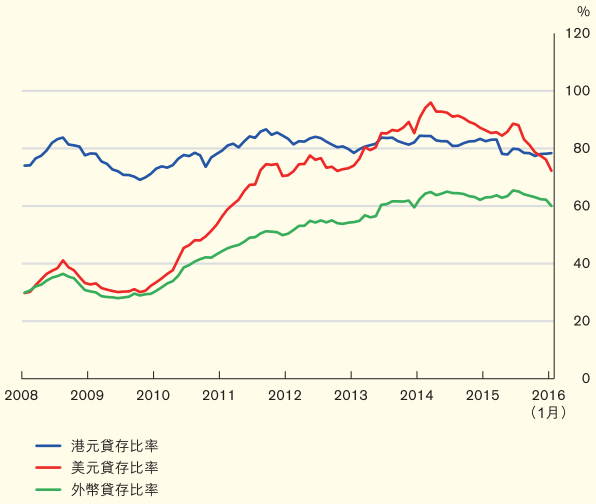
圖4.11
貸款增長



註：2015年上半年及下半年增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

由於港元貸款的下跌速度較港元存款快，港元貸存比率由2015年6月底的79.9%下降至年底的78.2%（圖4.12）。同時，由於美元貸款收縮，而美元存款則錄得強勁增長，美元貸存比率由2015年6月底的88.6%顯著下跌至年底的76.1%。

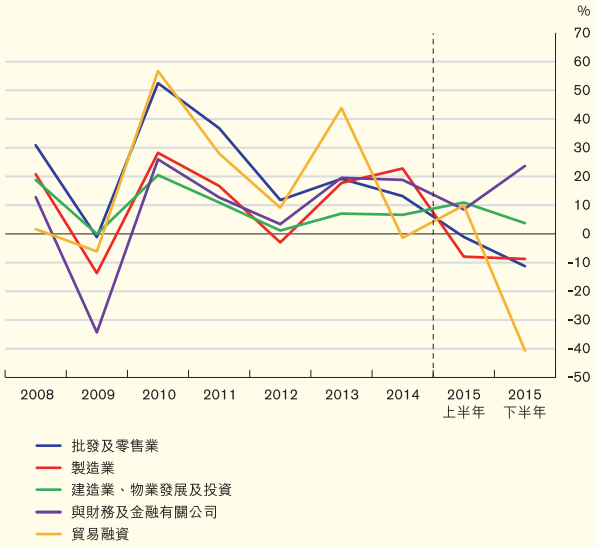
圖4.12
貸存比率



資料來源：金管局。

按經濟活動分析，在香港使用的貸款減少主要受貿易融資下跌拖累（圖4.13）。貿易融資於下半年按年率計大幅下跌40.6%，部分由於貿易往來表現呆滯，以及人民幣貶值導致美元貿易貸款的償還。隨著本港經濟活動低迷，特別是零售銷售表現疲弱，製造業以及批發和零售業貸款亦顯著下降。另一方面，建造業、物業發展及投資的貸款繼續錄得增長，但增速緩和；而財務及金融相關公司貸款於下半年則錄得較快增長。

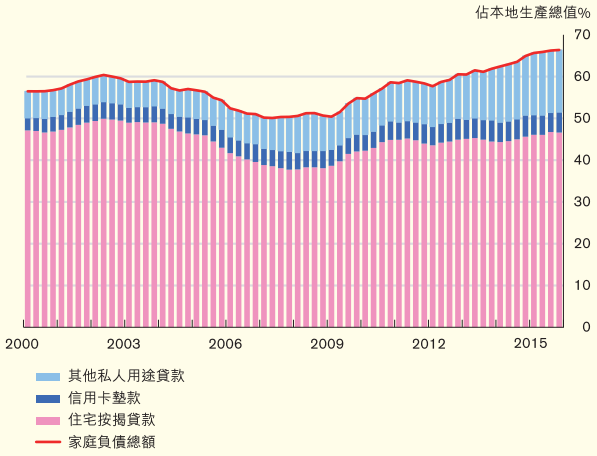
圖4.13
個別行業的本地貸款增長



註：2015年上半年及下半年增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

家庭債務增長由上半年按年率計10.0%降至下半年的7.1%。當中，私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）下半年增長放緩至按年率計5.0%，而隨著住宅成交量減少，住宅按揭貸款增長亦放緩至按年率計8.0%。整體而言，家庭債務佔本地生產總值的比率由第3季的66.2%微升至第4季的66.4%（圖4.14）。

圖4.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



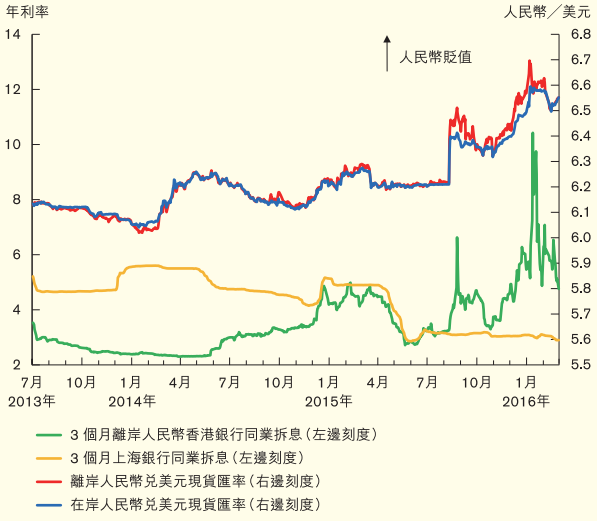
註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

由於內地宏觀金融發展、美國進一步加息的步伐和幅度、以及金融市場情緒變化均存在不明朗因素，貸款需求在短期內很可能保持疲弱。根據金管局最新的「信貸狀況展望意見調查」，銀行界預期未來一段時間信貸需求仍然疲弱。

離岸人民幣銀行業務

由於市場關注美國利率正常化及內地經濟前景，在岸及離岸人民幣匯率自去年11月以來面對更大貶值壓力（圖4.15）。離岸人民幣匯率在1月初一度下跌至約6.7兌1美元的水平，其對在岸人民幣匯率的折讓亦於1月初一度擴闊至約1,500點子。專題4研究人民幣中間價形成機制變動前後，主要影響離岸與在岸人民幣匯率價差的因素。面對人民幣匯率波動加劇，離岸人民幣銀行同業市場流動性亦見收緊，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息定價於1月中旬一度飆升至66.8%的高位。人民幣匯率於2月回穩，離岸對在岸人民幣匯率折讓收窄至接近零點子。離岸人民幣銀行同業拆借市場的的緊張狀況亦有所舒緩，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息由10%的高位下降至2月底的4.8%。

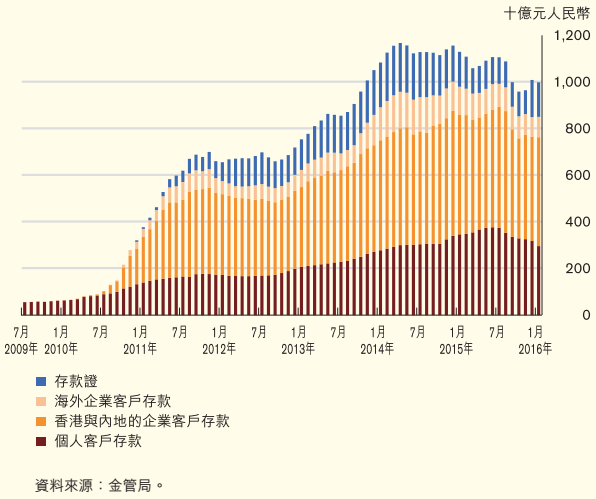
圖4.15
在岸及離岸人民幣匯率及銀行同業拆息



資料來源：彭博及財資市場公會。

受人民幣貶值影響，香港的人民幣資金池於2015年下半年有所整固。2015年底的人民幣客戶存款及存款證總額為10,104億元人民幣，較6個月前下跌8.9%（非按年率計）（圖4.16及表4.B）。在該總額當中，人民幣客戶存款於下半年減少14.3%，其中個人客戶存款及企業客戶存款均錄得雙位數跌幅。由於12月份存款證發行量增加，存款證餘額漲升37.4%。

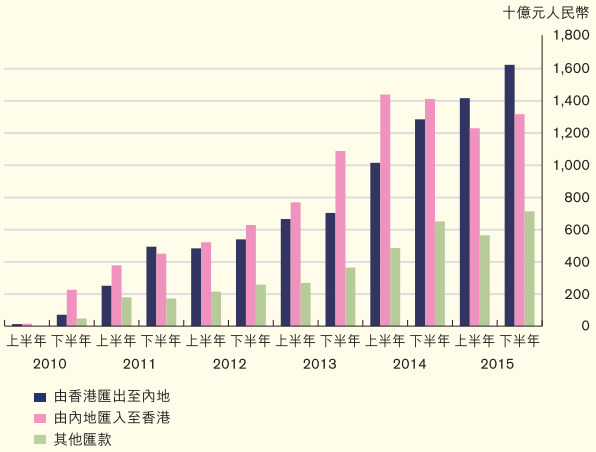
圖4.16
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

儘管人民幣資金池收縮，其他離岸人民幣銀行業務仍穩步增長。人民幣貸款餘額於2015年下半年保持強勁增長，較6月底上升25.9%（非按年率計），增長速度與上半年大致相若。香港銀行處理的人民幣貿易結算金額亦於下半年繼續平穩上升至36,373億元人民幣，與上半年比較增長13.8%（圖4.17）。由香港匯出至內地的貿易匯款繼續穩步增長，由內地匯入香港的匯款亦見回升。同時，香港作為全球離岸人民幣結算及交收中心的地位繼續得到鞏固。2015年全年人民幣即時支付結算系統的日均成交金額上升至9,470億元人民幣，較2014年增長29.2%（表4.B）。當中大約90%為離岸交易（即非香港與內地之間的交易）。

圖4.17
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

近期人民幣波動對香港離岸人民幣業務發展構成一些阻力。展望將來，人民幣資產需求仍將取決於內地宏觀金融發展以及人民幣國際化的進程。[20] 預期內地經濟及金融市場回穩後，人民幣資產需求便會回升，離岸人民幣業務亦會進一步發展。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2014年	2015年
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	1,158.3	1,010.4
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	1,003.6	851.1
人民幣存款佔存款總額(%)	12.4	9.3
人民幣存款證（十億元人民幣）	154.7	159.3
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	188.0	297.4
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	225	217
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	145.2	105.7
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	193.3	132.1
	2014年	**2015年**
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	6,258.3	6,833.1
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,837.8	2,535.1
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	2,289.3	3,026.3
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	732.7	947.0

資料來源：金管局。

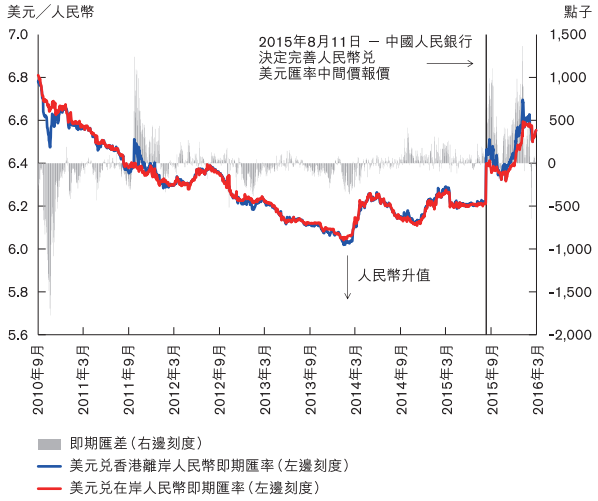
20 香港與內地之間的跨境投資渠道一直持續發展，當中包括自2015年較後時間起市場根據內地與香港基金互認安排推出的基金產品。

專題4
香港離岸人民幣與在岸人民幣匯率差距的促成因素：推出新中間價報價機制的前後

引言

自2010年以來，雖然人民幣在香港（香港離岸人民幣）及內地（在岸人民幣）兌美元的匯率大致上彼此聯動，但兩者之間一直存在明顯差距，這差距在下文稱作「離岸與在岸人民幣匯差」。[21] 過去兩年，匯差基本穩定並保持在相對較低的水平，直到近期突然擴闊，特別是2015年8月11日中國人民銀行公佈人民幣中間價報價機制改革之後（圖B4.1）。[22] 改革後，人民幣（特別在離岸市場）兌美元貶值，市場普遍認為由此所導致的離岸與在岸人民幣匯差擴闊是基於匯率貶值預期的升溫。[23] 在此背景下，本專題對離岸與在岸人民幣匯差背後的促成因素作出較深入的探討。[24]

圖B4.1
美元兌香港離岸人民幣及美元兌在岸人民幣現貨匯率



資料來源：彭博。

我們的假設

在岸與離岸市場兩個不同的匯率主要由兩項原因導致。首先，兩地市場受不同因素影響，作為國際金融中心，香港沒有資本管制，離岸人民幣因此相對在岸人民幣更易受全球因素影響（如全球風險偏好漲跌及全球流動資金供求變化）。其次，兩地市場的投資者可能對相同的經濟或政策資訊有不同的理解，導致兩個分隔的市場形成不同的均衡匯率。[25]

21 在本專題中，離岸與在岸人民幣匯差定義為美元兌香港離岸人民幣現貨匯率減去美元兌在岸人民幣現貨匯率。正（負）匯差表示香港離岸人民幣弱於（強於）在岸人民幣。

22 中國外匯交易中心在每個工作日上午9時15分發佈當天人民幣兌美元的允許波動區間的每日中間匯率。自2015年8月11日起，中間價將根據三項因素釐定：上日銀行間外匯市場收盤匯率、外匯供求情況以及國際主要貨幣匯率變化。（網址：http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927054/index.html）

23 2015年8月11日，中間價下跌1.9%至6.2298，創下2005年採用管理浮動機制以來的最大單日跌幅。當天，香港離岸人民幣和在岸人民幣的匯率分別下跌2.8%和1.9%。

24 Funke, Shu, Cheng and Eraslan (2015)，「Assessing the CNH-CNY pricing differential: role of fundamentals, contagion and policy」，《Journal of International, Money and Finance》，第59期，2015年12月，245至262頁。該文也對香港離岸人民幣與在岸人民幣匯率的差距作了定量分析，但聚焦於較早的樣本週期，即2010年8月24日至2013年9月20日。

25 這個適用於在兩地上市的股票的理論，詳見Chung, Hui and Li (2013)「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」，《Journal of Banking and Finance》，第37期，2013年，1073至1083頁。

鑒於上述事項，我們假設離岸與在岸人民幣匯差是由五項因素促成，它們大致可分為兩項全球及三項本地因素。全球因素包括全球風險偏好及全球融資流動性，而本地因素包括在岸與離岸市場的利率差距、匯率預期及離岸與在岸人民幣相對流動性。表B4.A簡述這些因素、其代表指標以及對匯差的預期影響（及其背後的理據）。

表B4.A
計量模型中的解釋變量

解釋變量	預期影響	代表指標	理據
全球風險偏好	+	VIX	香港離岸人民幣市場更容易受全球風險影響
全球融資流動性	+	美國國債平均收益率	香港離岸人民幣市場對全球融資流動性的變動更加敏感
離岸與在岸人民幣利率差	−	香港離岸人民幣與在岸人民幣平均遠期點數差異	高利率對香港離岸人民幣有支撐作用
人民幣貶值預期	+	美元兌離岸人民幣風險逆轉平均值[26]	香港離岸人民幣市場更能反映人民幣匯率預期
離岸與在岸人民幣相對流動性	+	美元兌離岸人民幣即期匯率買賣價差除以美元兌在岸人民幣即期匯率買賣價差	離岸人民幣市場流動性相對於在岸市場緊縮時，香港離岸人民幣面臨拋售壓力

基於這個假設，我們設定了一個計量模型，將因變量設置為離岸與在岸人民幣匯差，解釋變量設置為上述五項因素以及匯差的滯後值。我們使用每日數據來對模型進行估計。樣本週期為2012年7月2日至2016年2月29日。[27]

表B4.B
回歸模型的估計結果

全球風險偏好	3.01***
全球融資流動性	83.02***
離岸與在岸人民幣相對流動性	3.06***
離岸與在岸人民幣利率差	-0.07***
人民幣貶值預期	14.40***
滯後因變數	0.83***
常數	-134.99***
校正後的R平方	0.8157
觀察次數	956
Durbin-Watson統計量	2.249

注：*** 表示1%的統計顯著水平 。

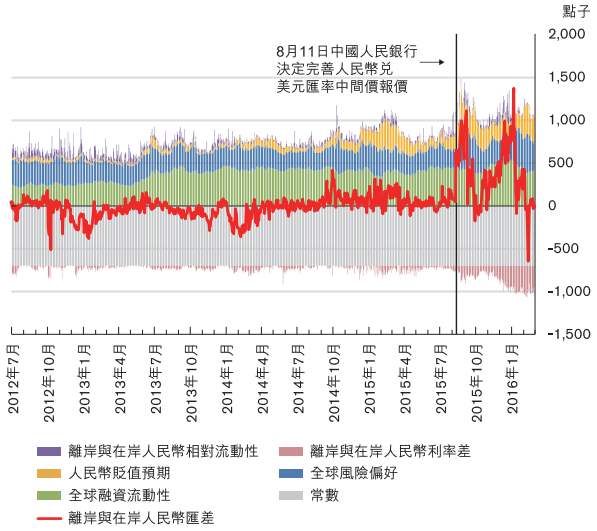
實證結果

如表B4.B所示，所有的假設因素均十分顯著且與預期影響相符。根據估計結果，我們進行歸因分析，以量化在研究期內各項因素對離岸與在岸人民幣匯差的影響。分析顯示，在整個期間，全球風險偏好對匯差有顯著影響，而全球融資狀況也是關鍵的促成因素（圖B4.2）。自2014年年中開始，人民幣匯率走勢變得越來越難以預測（而不是持續升值），人民幣匯率預期也在推動匯差變動方面扮演重要角色。圖B4.3詳細分析最近一次匯差擴闊的案例（2015年8月初至2016年2月底）。如圖所示，本地因素的影響最近變得愈加突出。在8月11日公佈最新的中間價報價機制改革之後，不僅人民幣匯率預期對匯差的影響越來越大，而且利率差距亦較前幾年扮演更重要的角色。然而，由於機制改革至今為期仍短，現在尚未能斷定本地因素的重要性增加是暫時性，或是反映了更具結構性的變化。無論如何，應當注意的是全球風險偏好也在很大程度上影響期內的匯差擴闊，離岸與在岸人民幣相對流動性雖然在統計上十分顯著，但並未出現明顯的影響。

26 風險逆轉指美元兌香港離岸人民幣認購期權的價格減去相同期限的美元兌香港離岸人民幣認沽期權的價格。

27 不使用此前的數據是因為當時香港離岸人民幣市場尚欠發展，若干離岸與在岸人民幣匯率差距擴闊的案例是由獨特及特定的事件所致。例如，在建立香港離岸人民幣市場的最初幾年，發生了兩次離岸與在岸人民幣匯率差距擴闊的案例。第一次是在2010年10月，當時香港離岸人民幣市場的貿易結算相關人民幣交易兌換配額耗盡，巨大的人民幣需求導致香港離岸人民幣遠較在岸人民幣強勁。第二次是在2011年年底，當時歐債危機不斷升級，引發全球避險情緒並導致美元需求暢旺，令香港離岸人民幣遠較在岸人民幣疲弱。

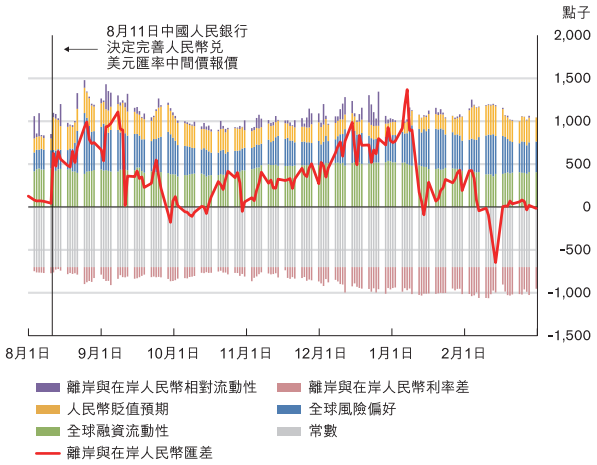
圖B4.2
2012年7月至2016年2月影響香港離岸人民幣與在岸人民幣匯率差距的因素



註：陰影部份表示離岸與在岸人民幣匯差的長期貢獻因素，該分析假設在這些促成因素沒有進一步變化的情況下，匯差將收斂到均衡的水平。陰影部份之和未必等於每日匯差水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖B4.3
2015年8月至2016年2月香港離岸人民幣與在岸人民幣匯率差距詳解



註：陰影部份表示離岸－在岸人民幣匯差的長期貢獻因素，該分析假設在這些促成因素沒有進一步變化的情況下，匯差將收斂到均衡的水平。陰影部份之和未必等於每日匯差水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

結語

在人民幣雙向浮動區間的中間匯率設置機制自近期的改革後，人民幣（特別是在離岸市場）大幅貶值，這導致離岸與在岸人民幣匯差顯著擴闊。本專題研究過去幾年匯差變動的主要促成因素（特別是最近的情形），在中間匯率報價機制改革之前，全球風險偏好及全球融資流動性基本上決定了匯差的幅度，縱使匯率預期也在2014年年中左右開始成為額外的促成因素，而其他因素亦只扮演較次要的角色。改革之後，全球因素繼續發揮重要作用。然而，利率差距對匯差的影響變得比以前重要得多，在最近的匯差擴闊案例當中，匯率預期的影響也在增加，但其影響力可能低於許多人的設想。

資產市場

面對環球金融市場的避險情緒升溫，香港股市於回顧期間大幅波動並出現大幅調整。全球經濟放緩的風險增加以及地緣政治日趨緊張將影響投資意欲，後市對環球金融市場的波動仍然十分敏感。雖然港元債務市場保持穩定增長，但離岸人民幣債務市場出現負增長，為該市場建立以來首次錄得的按年跌幅。由於市場氣氛轉淡，住宅物業市場自2015年下半年開始回軟。

4.3 股市

隨著市場對全球經濟放緩的擔憂升溫，外圍環境每況愈下，香港股市在過去的六個月因而出現大幅調整。美聯儲於去年9月決定維持政策利率不變，使投資者的信心從夏季的市場動盪中在某程度上恢復過來。然而，市場於2015年年底再度受壓。雖然美國聯邦公開市場委員會在12月的議息會議上的加息決定在市場普遍預期之內，市場對此反應平靜，但由於石油和大宗商品價格疲弱，投資者對全球經濟增長放緩的擔憂日益加劇（圖4.18）。特別是在歐洲經濟前景方面，中東緊張局勢升級及難民問題令悲觀情緒雪上加霜。自年初開始，由於人民幣進一步貶值，加上內地股市於1月初因著新引入的指數熔斷機制被觸發而停止交易，令內地經濟受到普遍關注，市場情緒亦進一步受壓。[28] 在此背景下，香港及其他主要股票市場於回顧期鄰接近結束時大幅下跌。總體而言，恒生指數（恒指）於2015年9月至2016年2月期間下跌了11.8%，而恒指期權引伸波幅（VHSI）於大多數時間保持在20%以上（圖4.19）。

圖4.18
香港股票價格

資料來源：彭博。

圖4.19
恒指期權引伸波幅

資料來源：彭博。

[28] 為了維護市場穩定，中國證券監督管理委員會決定自2016年1月8日起暫停指數熔斷機制。

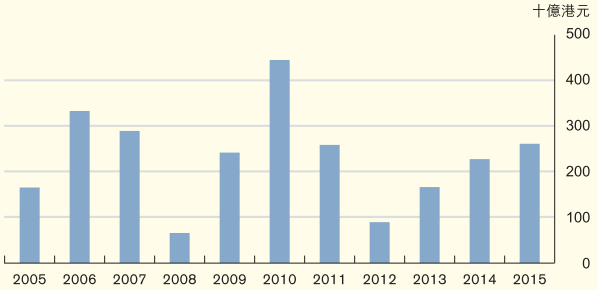
由於內地經濟調整的幅度日益不明朗，恒生中國企業指數（HSCEI，亦稱作H股指數）遭受顯著的拋售壓力，於回顧期間下跌了18.7%。相比中國內地股市（即A股），H股繼續以折讓價格交易，這可能是基於內地及香港投資者在市場波動升溫期間對股票估值存在差異（圖4.20）。[29]

圖4.20
恒生中國AH股溢價指數

資料來源：彭博。

儘管環球股市動盪，香港股票發行市場仍連續第三年錄得穩健增長。於2015年內，透過首次公開招股籌集的資金按年增長14.7%至2,613億港元，令香港成為全球按募集資金數額計的第一大股市（圖4.21）。

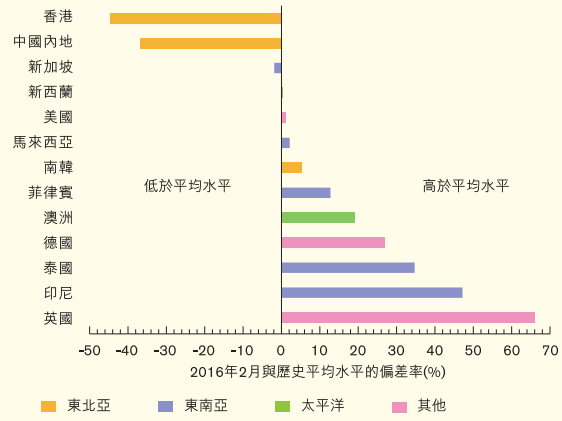
圖4.21
香港首次公開招股市場



資料來源：CEIC。

展望未來，全球經濟不明朗及中東地緣政治風險或許令投資者在一段長時間內保持觀望的態度。儘管近期的市場波動或會促使美聯儲暫緩貨幣正常化的步伐，以讓市場獲得暫時喘息的機會，但本港股市仍可能極易受到全球避險情緒的影響。即使本港股市的估值較亞太其他市場更具吸引力，此種狀況亦不會改變（圖4.22）。

圖4.22
亞太區（日本除外）及其他主要市場的市盈率



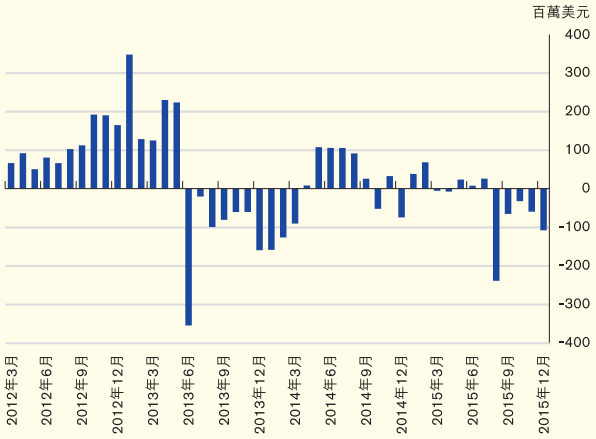
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

[29] 見Chung, Hui and Li (2013)，「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」，《*Journal of Banking and Finance*》，第37期，2013年，1073至1083頁。

4.4 債務市場

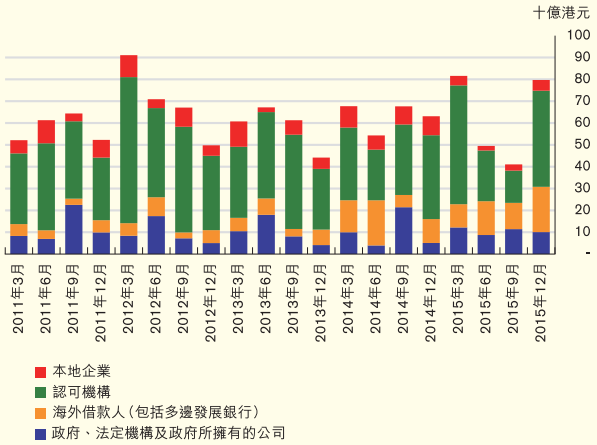
儘管環球債券市場出現大幅的風險重估，港元債務市場在2015年仍保持穩步增長。特別是在去年下半年，香港的債券基金錄得顯著的資金淨流出，顯示隨著美國展開貨幣政策正常化，投資者對本港市場的債券的投資意欲下降（圖4.23）。在此背景下，本港私營機構（包括認可機構及本港企業）的新債發行額下跌了6.2%。[30] 相比之下，公營機構債務發行額上升3%至22,846億港元，足以抵銷本港私營機構發行額的跌幅。[31] 總體而言，去年的港元債券發行總額達24,940億港元，較前年增長2.6%（圖4.24）。

圖4.23
香港債券基金的淨流量



資料來源：EPFR Global。

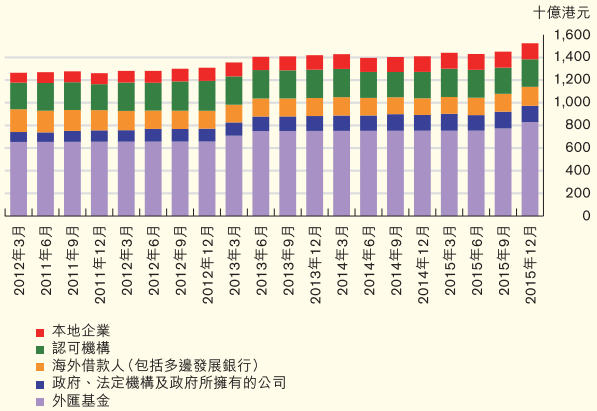
圖4.24
新發行的非外匯基金票據及債券港元債務



資料來源：金管局。

由於新債發行總額的增長，截至2015年12月底，未償還港元債務證券總額增長8.1%至15,246億港元，相當於港元M3的26.4%或整個銀行業港元資產的22.2%（圖4.25）。此增長主要源於外匯基金及海外借款人（包括多邊發展銀行），它們的未償還債務分別增長10.1%及13.3%至8,284億港元及1,674億港元。

圖4.25
未償還的港元債務



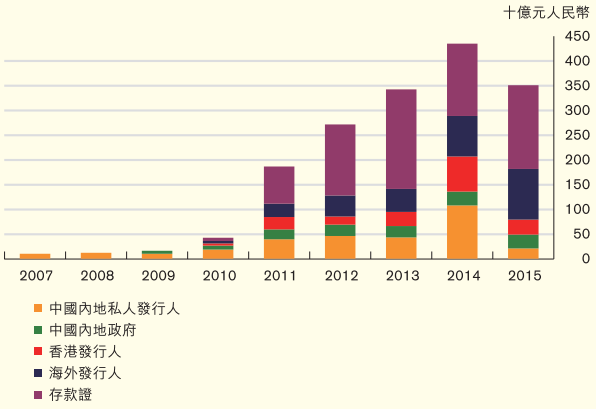
資料來源：金管局。

[30] 2015年，本港企業的新債發行顯著下降57.4%至142億港元，超額抵銷了由認可機構發行新債的7.3%增長。

[31] 外匯基金及法定機構／政府所擁有的公司的新債發行分別增長3.0%及24.5%至20,242億港元及120億港元，而政府發行額下降1.3%至304億港元。

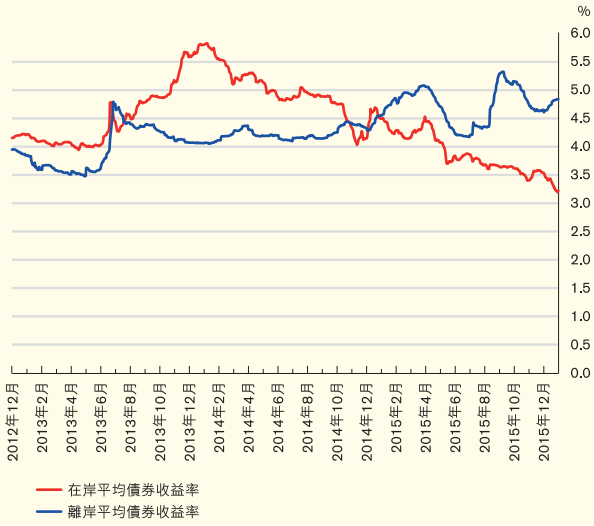
與此同時，香港離岸人民幣債務市場經過一段時間的高速增長後出現放緩跡象。在2015年，離岸人民幣債務證券發行總額達3,506億元人民幣，較前年下降19.3%，為2007年以來首次錄得的按年下滑（圖4.26）。特別是環球金融市場於去年夏季的動盪使發行人趨於謹慎，一手市場活動在第3季因而出現顯著萎縮。同時，對內地公司而言，一方面中國內地的一連串貨幣寬鬆政策使在岸市場的債券發行更具吸引力（圖4.27）；另一方面為了發展國內債券市場，中國當局也放寬對公司債券發行的管制，這鼓勵更多內地企業選擇於在岸市場發債。[32] 因此，內地私營機構發行的非存款證債務證券金額下降80.7%至207億元人民幣。儘管如此，海外發行人在離岸人民幣債券市場仍然表現活躍，其發行額增加25.1%至1,024億元人民幣。縱使期內發行總額下降，但由於到期債務少於新發行債務，離岸人民幣債券餘額在2015年仍然錄得6.7%的按年增長至6,597億元人民幣（圖4.28）。

圖4.26
新發行的離岸人民幣債務證券



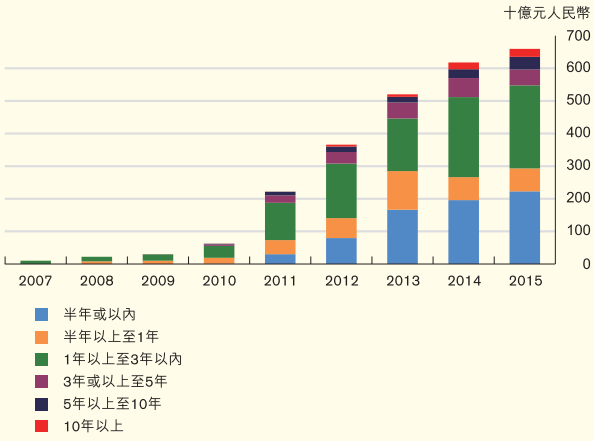
資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博及中央國債登記結算有限責任公司

圖4.28
未償還離岸人民幣債務證券（按剩餘年期劃分）



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

短期來看，債券市場的發展仍然充滿挑戰。一方面，環球金融市場愈趨波動及不明朗，將繼續影響投資者的投資意欲；另一方面，在岸市場融資隨著監管改革變得更為便利，內地企業的離岸發行活動在今後一段時期或會持續低迷。就長遠而言，前景或許較為樂觀，特別是國際貨幣基金組織將人民幣納入特別提款權貨幣籃子的決定，將有望刺激人民幣資產的長遠需求。

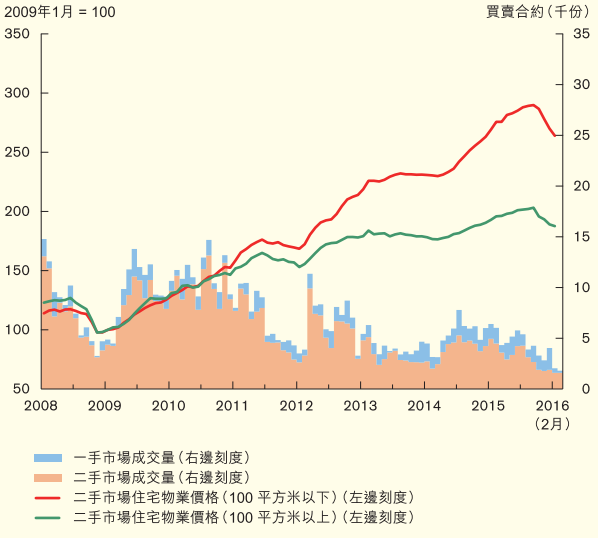
32 例如，中國證監會於2015年1月將合資格交易所企業債券發行人的範圍擴大至所有在岸註冊的企業。

4.5 物業市場

住宅物業市場

由於金融市場波動加劇及經濟增長動力減弱，住宅物業市場自2015年下半年開始轉趨疲弱。住宅成交量在下半年下跌26%，當中，二手市場每月平均成交量跌至2,605宗的低位（圖4.29）。相比之下，由於發展商在去年底推出更多新樓盤，一手市場每月平均成交量僅輕微下跌至1,349宗。因此，一手市場佔整體成交量的份額於2015年下半年增至約三分之一，遠高於約五分之一的歷史平均水平。雖然一手市場交投穩健，但首日銷售量及每批推出單位銷售率顯示，新樓盤銷售情況自2015年第4季以來有所減慢。另一方面，投機及投資活動仍然處於低水平，但公司持貨交易佔二手市場交易的份額有所上升，部份反映了舊樓收購活動增加（圖4.30）。樓市活動在2016年初仍然疲弱，總成交量於2月降至1,807宗的紀錄低位。

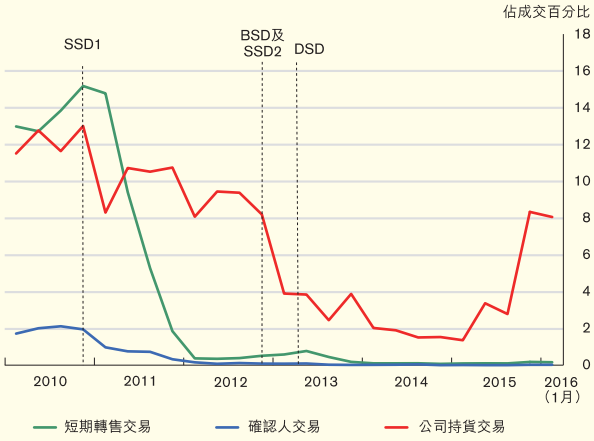
圖4.29
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

由於樓市氣氛轉淡，二手樓價於10月開始下跌，令全年升幅從2014年的13.5%降至2015年的2.4%（圖4.29）。大型單位（實用面積100平方米以上）和中小型單位（實用面積小於100平方米以下）價格於2015年第4季的下調幅度相約。最新數據顯示，樓價在2016年初繼續下跌，中原城市領先指數已從9月中旬的高位下跌13.2%。

圖4.30
確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易



註： SSD1及SSD2分別指2010年11月和2012年10月推出的額外印花稅措施；BSD指2012年10月推出的買家印花稅措施；DSD指2013年2月推出的雙倍從價印花稅率。

資料來源：中原地產代理有限公司。

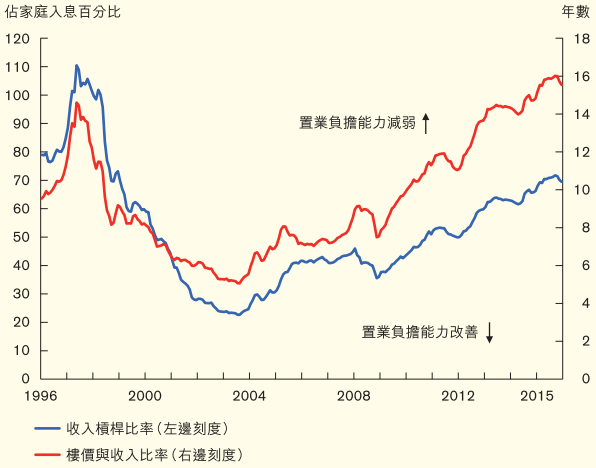
一手單位相對二手單位的溢價維持於低水平。鑒於銷售動力轉弱，發展商提供各種折扣和優惠，以及高於銀行按揭成數的按揭計劃，以吸引買家。

儘管近期樓價有所下跌，置業負擔能力仍然偏緊。第4季的樓價與收入比率為15.7，高於1997年的14.6；而收入槓桿比率則為70.3%，遠高於約50%的長期平均水平（圖4.31）。[33] 近期香港銀行同業拆息輕微上升，但拆息仍處於超低水平，對以拆息為基準的按揭貸款償債成本影響有限。然而，如按揭利率上

[33] 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

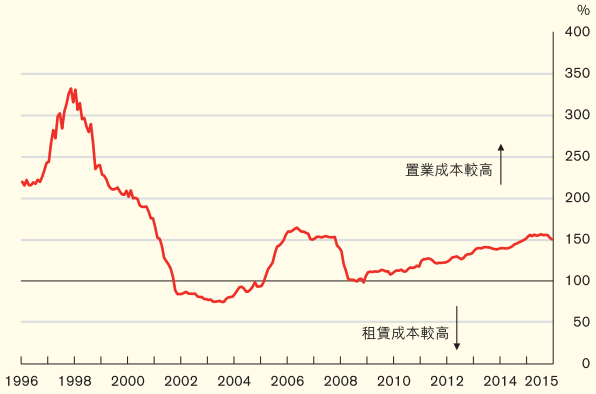
升至較正常的水平，業主的按揭債務負擔將飆升。假設按揭利率上升300個基點，收入槓桿比率將增至91.8%。另一方面，由於2015年樓價和租金的上漲速度非常接近，反映相對用家成本的買租價差持平但仍然高企（圖4.32）。[34] 住宅租金收益率保持在2.3至3.1%的低位，與長期政府債券收益率維持較窄的差距。

圖4.31
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.32
買租價差



註： 該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

金管局自2009年以來推出的七輪宏觀審慎監管措施，使新造按揭平均成數從實施前的64%降至1月的50.7%，而供款與入息比率亦下降約6個百分點至34.3%。

樓市下行風險有增加的跡象。全球金融市場波動、資本外流壓力，以及本地經濟增長動力放緩，可能會進一步削弱樓市氣氛。由於美國加息週期已經開始，香港按揭利率最終將會上升，並影響業主及買家的償債能力。此外，房屋供應與需求的差距逐漸收窄，將可能對樓價構成下行壓力。儘管人民幣貶值可能增加港元資產（包括物業）保值作用對內地人士的吸引力，但貨幣貶值導致他們的購買力下降，加上內地經濟放緩，可能會抑制他們對香港物業的需求。反映這些風險因素，住宅物業市場在過去數月有所調整。然而，鑒於經濟環境存在較高不確定性及變化迅速，目前仍需要更多時間觀察樓市是否已進入下行周期。

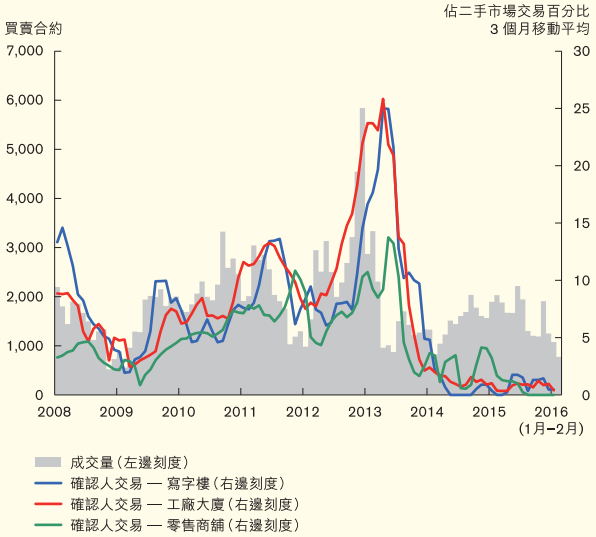
非住宅物業市場

由於物業市場情緒普遍轉弱，非住宅物業市場亦出現放緩。由於寫字樓和零售商舖需求減少，成交量在下半年下降23%，而確認人交易持續在低位徘徊，反映投機活動並不活躍（圖4.33）。非住宅物業價格在2015年前三個季度穩步上升後，在第4季開始下滑。零售商舖價格自去年9月下跌7.6%，寫字樓價格亦自去年10月下跌5.2%（圖4.34）。租金亦呈現相似趨勢，零售商舖及工廠大廈租金自上季以來分別錄得3.1%及1.7%的跌幅。租金收益率繼續保持在2.5至3.0%的低位。

展望未來，經濟增長放緩、金融市場波動及本地息口上升，將對非住宅物業市場構成壓力，零售銷售前景疲弱亦會進一步拖累零售商舖交易。寫字樓價格及租金也將面臨下行壓力，但較低的寫字樓空置率或會為寫字樓租金及資本價值提供一定支持。

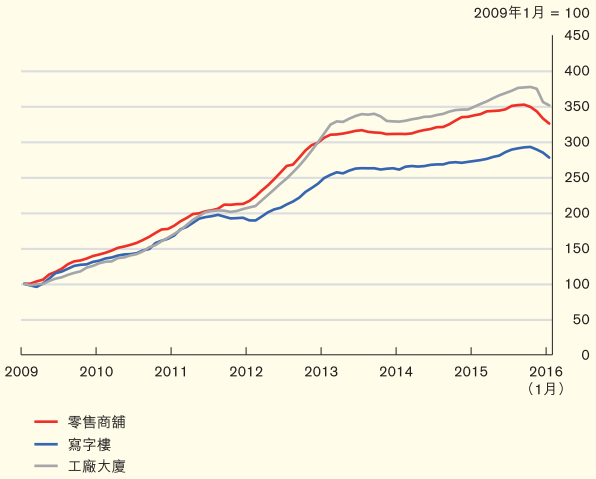
34 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖 4.33
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.34
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

5. 銀行業的表現

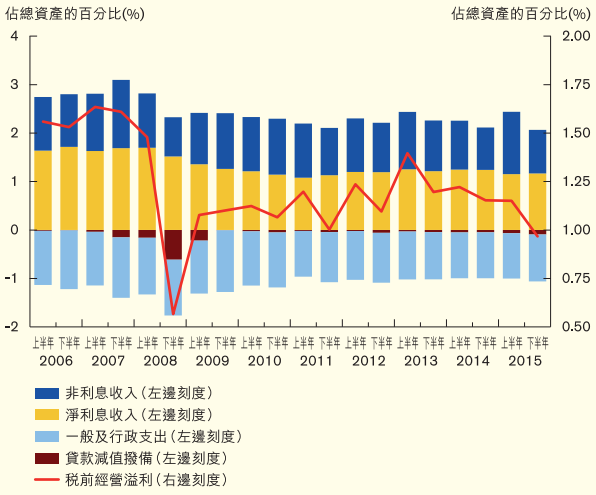
主要由於非利息收入減少，零售銀行的盈利於2015年下半年下滑。同時，資產質素輕微下降，銀行業的貸款業務亦自全球金融危機以來首次出現收縮。然而，資本及流動資金狀況在結構上仍然穩健並進一步加強。展望未來，銀行業面臨諸多挑戰。銀行應密切注意隨著美國利率正常化帶來的利率波動加劇及潛在資本外流的影響。加上全球經濟增長可能放緩及金融市場動盪，銀行的整體資產信貸質素或會面臨壓力。特別是隨著企業的槓桿及債務負擔繼續上升，企業貸款的信貸風險可能會進一步增加。在這更具挑戰性的經營環境下，銀行應保持審慎的信貸風險管理。

5.1 盈利及資本額

盈利

零售銀行[35]的盈利在2015年下半年下滑，主要是由於非利息收入減少，而營運成本增加及貸款減值撥備提高亦是其因素之一。零售銀行的稅前經營溢利下降15.5%，資產回報率[36]亦由2015年上半年的1.15%跌至下半年的0.97%（即圖5.1的紅線）。

圖5.1
零售銀行盈利



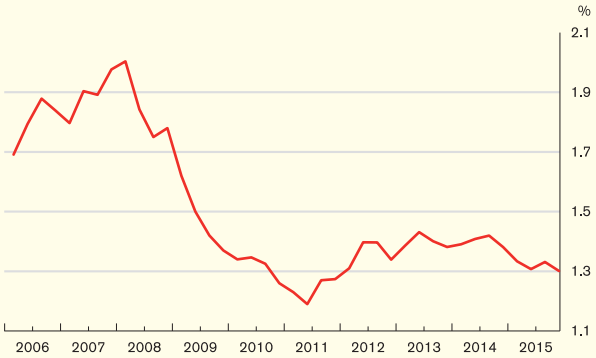
註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

35 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

36 本章所載的資產回報率均按照銀行的整體稅前經營溢利計算。

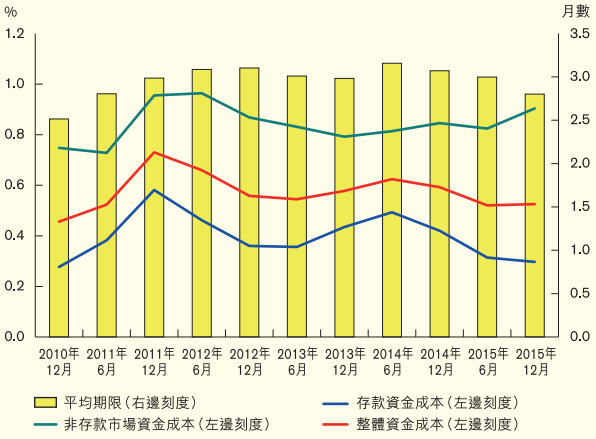
部份由於資金來源穩定，零售銀行的淨息差窄幅徘徊，於2015年第4季保持在1.30%的水平（圖5.2）。就持牌銀行整體而言，2015年12月底的總資金成本仍然穩定在0.53%（圖5.3）。[37] 同時，衡量零售銀行的平均港元資金成本的綜合利率，於2015年下半年期間略微下降3個基點至12月底的0.26%（圖5.4）。香港銀行同業拆息在2015年下半年大致保持穩定，但在2016年1月從低位顯著上調。

圖5.2
零售銀行淨息差



註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

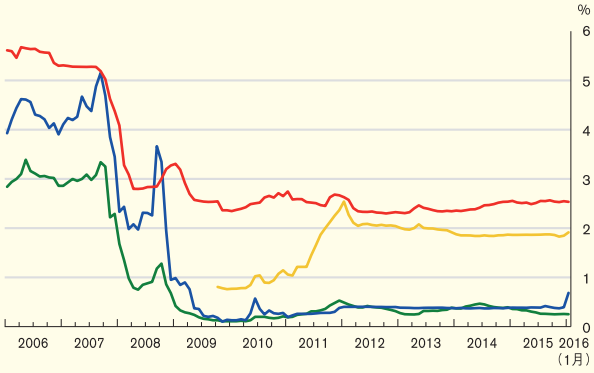
圖5.3
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

以香港銀行同業拆息為基準及以最優惠貸款利率為基準的按揭利率均大致保持平穩（圖5.4）。然而，前者所佔新批按揭貸款的比例由2015年6月底的85.8%下降至年底的79.7%，部份反映市場對美國加息後香港銀行同業拆息正常化預期的反應。

圖5.4
利率



綜合利率 (a)
3個月香港銀行同業拆息 (a)
以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率 (b)
以香港銀行同業拆息為基準的平均按揭利率 (b)

註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

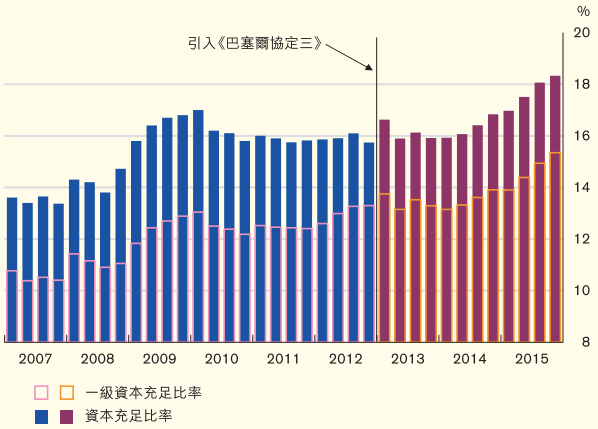
資本額

銀行業的資本額繼續保持強勁，且仍遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率，由6月底的17.5%上升至12月底的18.3%（圖5.5），而一級資本充足比率[38]則由14.4%上升至15.3%。穩健的資本狀況表明香港銀行業已經做好滿足逆周期資本緩衝要求的充分準備，而該緩衝要求已於2016年1月1日生效。

37 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

38 一級資本與風險加權資產總額的比率。

圖 5.5
本地註冊認可機構資本額



註：

1. 綜合狀況。
2. 在2013年1月1日，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

5.2 流動資金、利率及信貸風險

流動資金與資金來源

以《巴塞爾協定三》的「流動性覆蓋比率」[39]要求衡量，本港銀行業的流動資金狀況在回顧期內繼續保持良好並進一步加強。於2015年第4季，第1類機構的平均流動性覆蓋比率上升至142.9%，第2類機構的平均「流動性維持比率」亦上升至53.9%（表5.A）。兩個比率都仍遠高於最低監管要求，[40]顯示香港銀行業能夠承受香港資本可能外流所導致的潛在流動性風險。

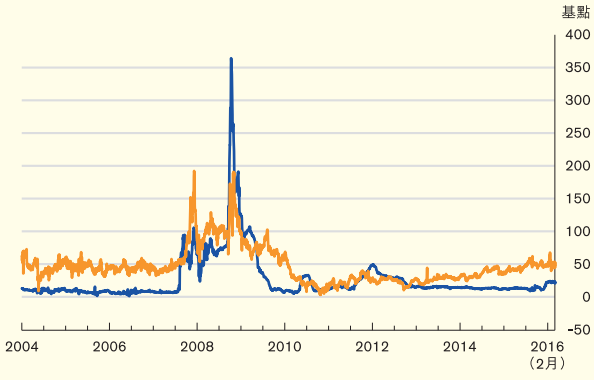
表 5.A
流動性比率

季度平均比率(%)	2015年第1季	2015年第2季	2015年第3季	2015年第4季
流動性覆蓋比率（綜合）				
— 第1類機構	129.9	131.7	136.4	142.9
流動性維持比率（綜合）				
— 第2類機構	50.8	53.4	53.6	53.9

資料來源：金管局。

主要反映市場對於歐洲銀行對能源及商品行業的風險承擔，以及相關潛在違約風險影響的憂慮，某些歐洲銀行的信貸違約掉期息差自今年2月以來明顯擴闊，同時其應急換股債的價格亦見下跌。雖然如此，歐洲銀行的交易對手風險增加對整體銀行業資金流動性的影響至現時為止相對有限。至2月底為止，3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差稍為擴闊至24個基點（圖5.6）。在本地市場方面，資金流動性仍保持穩定，2年期港元掉期利率的息差維持在約48基點的水平。[41]

圖 5.6
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差[42]及2年期港元掉期利率的息差[43]



資料來源：彭博

39 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，劃為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率，而該比率是根據原來的流動資產比率要求作出修訂。

40 第1類機構的流動性覆蓋比率最低要求由2015年1月1日起的60%，其後按每年10個百分點的幅度遞增，至2019年1月1日達到100%為止。第2類機構每個公曆月的平均流動性維持比率不得低於25%。

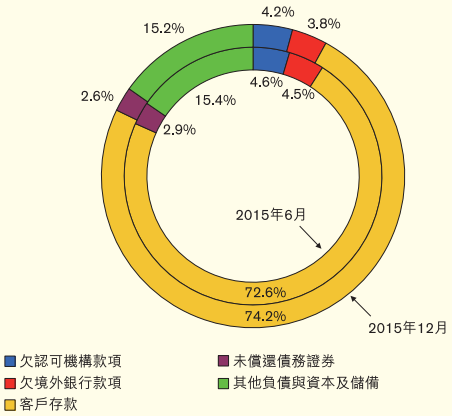
41 有關影響港元掉期息差變動的因素的研究見許祖愷及林麗芳(2008)，「是信貸或流動性因素引致港元掉期息差？」（英文版本），《金管局工作論文》，編號10/2008。

42 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鉤。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動資金風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動資金風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動資金風險。

43 掉期息差指「以定息換浮息」利率掉期之利率與相同年期外匯基金票據或債券的收益率之間的息差。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源。客戶存款佔銀行總負債的比例由6個月前的72.6%輕微上升至12月底的74.2%(圖5.7)。其他資金來源的比例在回顧期內大致保持穩定。

圖5.7
零售銀行負債結構



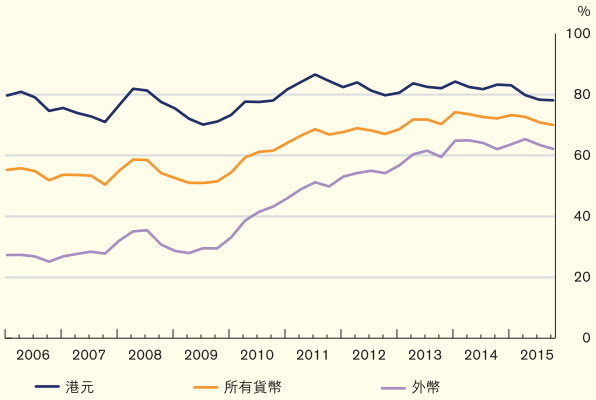
註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

由於回顧期內貸款和墊款總額下降，加上存款溫和增長，所有認可機構以所有貨幣計算的貸存比率下降2.6個百分點至12月底的70.1%。所有認可機構的港元貸存比率亦下降1.7個百分點至78.2%(圖5.8)，而外幣貸存比率更顯著下跌3.2個百分點至62.2%。

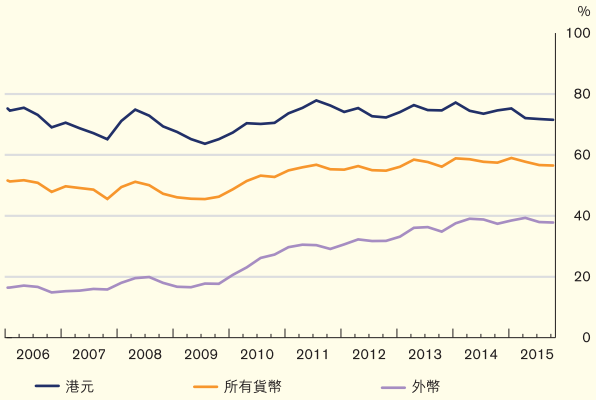
零售銀行的貸存比率亦表現出同樣走勢(圖5.9)。港元貸存比率輕微下跌0.6個百分點至12月底的71.5%，而外幣貸存比率則下跌1.5個百分點至37.8%。整體而言，以所有貨幣計算的貸存比率由6個月前的57.8%下降至12月底的56.5%。

圖5.8
所有認可機構的平均貸存比率



資料來源：金管局。

圖5.9
零售銀行的平均貸存比率

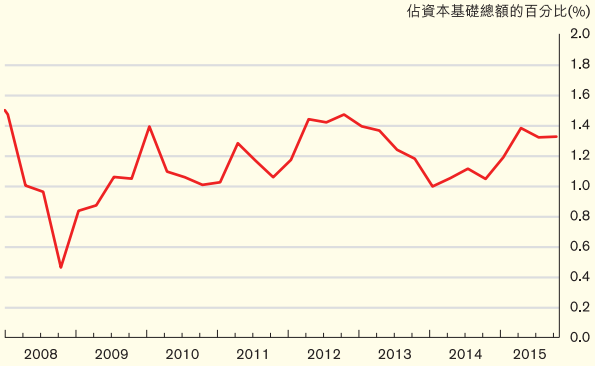


資料來源：金管局。

利率風險

零售銀行的利率風險持倉在相對強勁的資本狀況下仍保持在較低水平。我們估計，假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，相當於其於2015年12月資本基礎總額的1.32%(圖5.10)。然而，鑒於美國進一步加息的步伐和時機均極不明朗，銀行應密切注意利率風險管理。

圖5.10
利率衝擊對零售銀行的影響



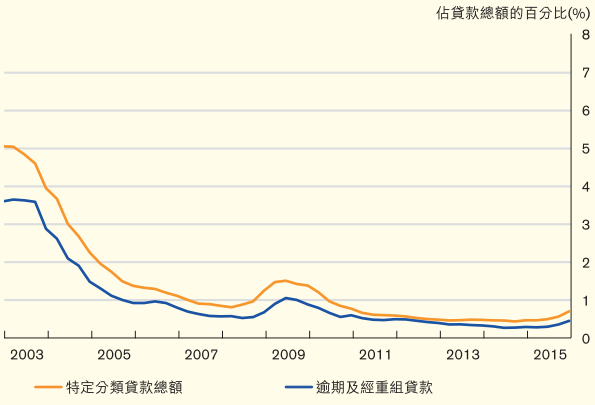
註：
1. 利率衝擊指200基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險持倉的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[44]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎的百分比列示。

資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險

零售銀行的資產質素雖然有較明顯的惡化跡象，但仍保持健康。特定分類貸款的比率由6月底的0.49%上升至12月底[45]的0.70%，而逾期及經重組貸款的比率則由0.29%上升至0.45%（圖5.11）。然而，兩個比率均維持在歷史偏低的水平。

圖5.11
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

[44] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及境外註冊認可機構，則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

[45] 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行的境外主要附屬公司。覆蓋零售銀行香港辦事處及境外分行的特定分類貸款比率在12月底為0.63%。

由於全球經濟前景疲弱，一旦宏觀風險加劇，對銀行的資產質素的影響將難以預料。壓力測試是進行此類風險評估的有用工具。為了更全面及實際地評估，專題5擬定了一個包含宏觀金融反饋連結的壓力測試框架。理論上，由經濟放緩而導致的銀行資產質素惡化，或會使銀行削減放貸及／或提高貸款利率。由此導致的信貸緊縮可能會使經濟基本因素進一步惡化，令最初的宏觀衝擊被放大。我們的壓力情境分析顯示，在某些極端情況下，發生最初的宏觀衝擊後，僅宏觀金融反饋效應本身就有可能造成受壓下的特定分類貸款比率顯著上升。當前形勢的一個推論是，雖然近期資產質素下降並不顯著，但銀行應保持警惕，並為宏觀金融的反饋效應可能導致的資產質素下降做好準備。

銀行業的本地貸款[46]由2015年上半年的5.0%顯著增長逆轉，在下半年錄得1.1%的輕微收縮，主要原因是企業貸款需求在下半年下降3.0%。同時，個人貸款[47]增長率由2015年上半年的5.0%放緩至下半年的3.6%。[48]

展望未來，疲弱的信貸需求在短期內可能持續，因為金管局2015年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，接受調查的所有認可機構均預計未來三個月的貸款需求將保持不變或下降（表5.B）。

表5.B
預計未來3個月貸款需求

佔受訪者總數的百分比(%)	2015年3月	2015年6月	2015年9月	2015年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	10	0	0	0
保持平穩	86	95	86	86
略為下降	5	5	14	14
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

[46] 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

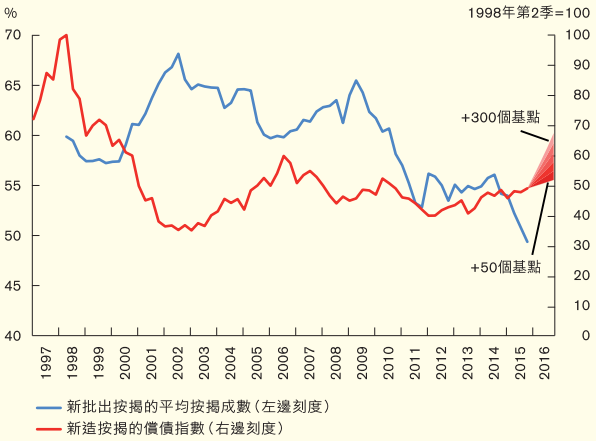
[47] 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2015年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為30.3%。

[48] 關於對不同行業的貸款的詳細分析，請參閱第4章。

個人貸款

回顧期內，個人貸款的信貸風險仍處於低位。於2015年年底，銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率維持在0.03%的低位。此外，新批按揭貸款的平均按揭成數由2015年第2季的52.2%，下降到第4季的49.4%（圖5.12中的藍線）。

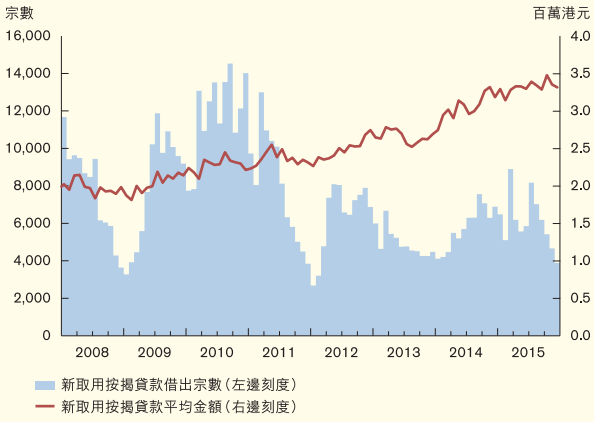
圖5.12
新批出按揭的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

主要反映新批按揭貸款平均金額的進一步上升（圖5.13），新造按揭的償債指數[49]由2015年第2季的48.1微升至第4季的49.0（即圖5.12中的紅線）。然而，一項敏感度測試顯示，若利率增加300個基點[50]而其他條件不變，償債指數可能會在4個季度內顯著上升至67.4。因此，銀行應警惕與利率正常化所導致債務負擔不斷上升相關的風險。

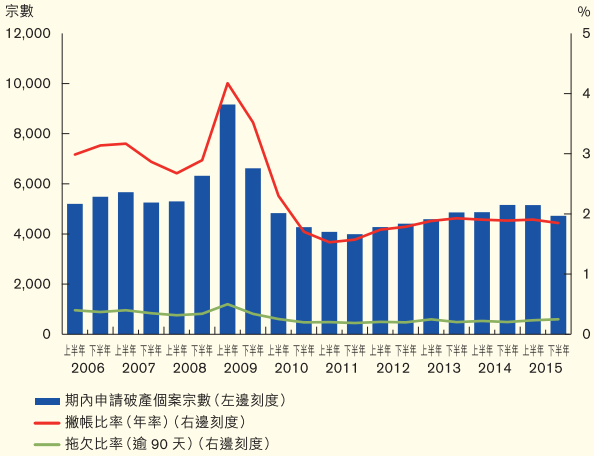
圖5.13
受訪認可機構的新造按揭貸款



資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

無抵押個人貸款的信貸風險仍然可控。按年率計的信用卡撇帳比率及拖欠比率在2015年下半年基本保持不變，分別為1.88%及0.25%（圖5.14）。破產申請的宗數也保持在相對較低的水平。

圖5.14
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



資料來源：破產管理署及金管局。

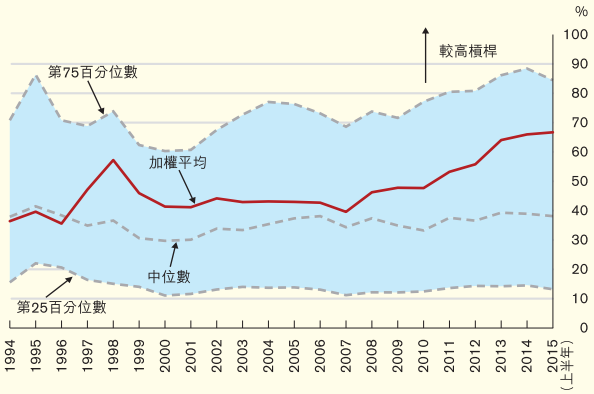
[49] 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶平均取用按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警住戶貸款的資產質素轉差。

[50] 利率上升300個基點的假設，與認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

公司貸款[51]

鑒於企業的槓桿比率及債務負擔呈現上升的趨勢，美國利率正常化的步伐仍是影響企業信貸風險的主要因素。以加權平均負債與股東權益比率計算的企業槓桿比率於2015年上半年進一步上升至66.7%（圖5.15），儘管槓桿較高的企業（即第75百分位數）呈現出初步的改善跡象。以總利息支出除以息稅前利潤(EBIT)計算的償債比率全面上升，顯示本地企業的償債能力正普遍惡化（圖5.16）。

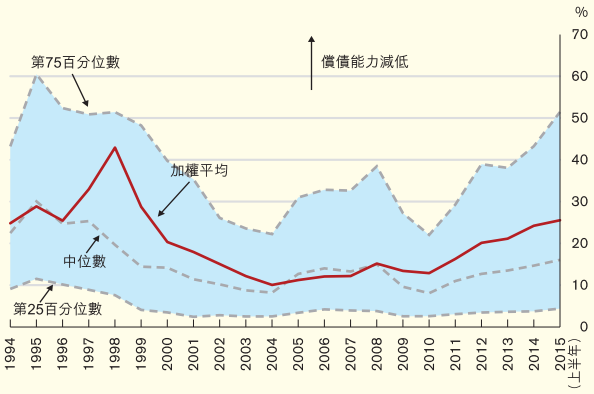
圖5.15
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
3. 所有數字以截至2016年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖5.16
香港非金融類上市公司的償債比率



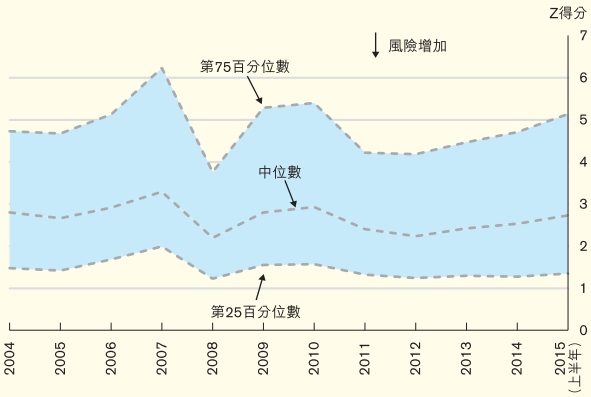
註：
1. 償債比率以總利息支出除以息稅前利潤(EBIT)計算。EBIT為負數的公司不包括在計算之內。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
3. 所有數字以截至2016年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

儘管如此，Altman的Z得分（它以五個主要會計比率為基礎，是用作測量企業信貸風險較全面的指標）[52]顯示，違約風險較低的企業（在圖5.17中高於中位線）直至2015年上半年均呈上升趨勢，反映它們的違約風險進一步改善。

但應當注意，由於會計數據發佈滯後，導致無法及時評估近期美國加息及金融市場動盪將對企業的基本因素及違約風險有何影響。一方面，由於美國利率正常化，持有顯著美元貸款的企業可能開始或加快去槓桿化，這可能最終加強資產負債表的穩健性。另一方面，近期金融市場動盪可能反映全球經濟增長前景疲弱，這可能對企業的盈利產生不利影響。對企業的違約風險的淨影響仍極不明朗。

圖5.17
非金融類上市公司破產風險指標：Altman的Z得分



註：
1. Z得分越低表示公司違約的可能性越高。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
3. 所有數字以截至2016年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

企業的貨幣錯配風險是另一個需要注意的重要因素。主要先進經濟體過去幾年的長期低利率環境，或已鼓勵企業借入過多的外匯貸款，而忽略其資產與負債的貨幣錯配可能產生的影響。[53]一旦匯率走勢不利，這

[51] 不包括銀行同業貸款。於2015年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為69.4%。

[52] 這些會計比率是：(i)流動資金／有形資產，(ii)保留盈餘／有形資產，(iii)息稅前利潤／有形資產，(iv)股票市值／總負債帳面值，以及(v)銷售額／有形資產。

[53] 在聯繫匯率制度下，就外匯風險而言，港元和美元視為同一種貨幣。例如，如某公司主要賺取以港元計價的收入，並以美元計價的債務作為資金，則不會招致重大的外匯風險。

種貨幣錯配可能會造成重大損失，違約風險亦會隨之而上升。尤其是槓桿及債務負擔較高的企業將更容易受到美國加息及美元同時升值的衝擊，因為它們在資本有限的情況之下可能面臨利息還款增加及外匯損失的雙重打擊。銀行應對企業的貨幣錯配風險保持警惕。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

回顧期內，銀行業的內地相關貸款開始下降。內地相關貸款總額由2015年第2季末的34,850億港元(佔總資產的15.9%)減少4.5%至2015年第4季末的33,260億港元(佔總資產的15.5%)(表5.C)。其他內地相關非銀行類客戶風險承擔也下降4.2%至10,330億港元(表5.D)。

表5.C
內地相關貸款

十億港元	2015年3月	2015年6月	2015年9月	2015年12月
中國內地相關貸款	3,438	3,485	3,376	3,326
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	3,052	3,112	3,060	3,050
貿易融資	387	373	316	276
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,467	1,475	1,447	1,432
本地註冊認可機構*	1,420	1,453	1,380	1,358
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	551	557	549	536
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,575	1,548	1,418	1,401
中國內地民營企業	652	652	673	655
非中國內地企業	1,212	1,285	1,285	1,271

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表5.D
其他內地相關非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2015年3月	2015年6月	2015年9月	2015年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	620	669	668	646
資產負債表外的風險承擔	365	409	406	386
總計	985	1,078	1,073	1,033

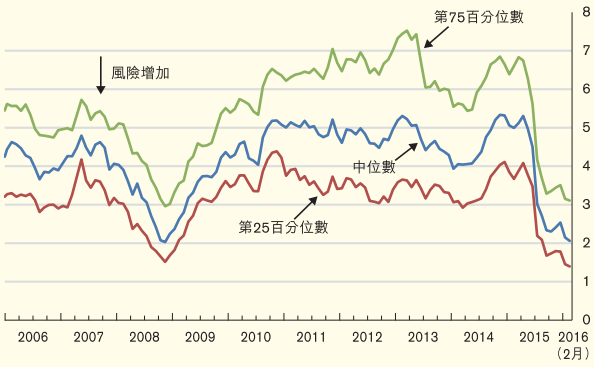
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

雖然內地相關貸款下降可能主要是由於內地經濟放緩，但部份內地企業償還美元債務以降低人民幣貶值導致的外匯風險，亦是另一原因。

近期內地股市動盪可能預示銀行的內地相關貸款的信貸風險增加。一項根據市場資訊計算的違約風險指標「違約距離指數」[54]顯示，自2015年6月以來，內地企業的信貸風險已普遍上升至與全球金融危機期間相約的水平(圖5.18)。然而，內地企業違約風險上升，主要源於金融市場波動加劇，而不是內地企業槓桿比率突然上升(圖5.19)。

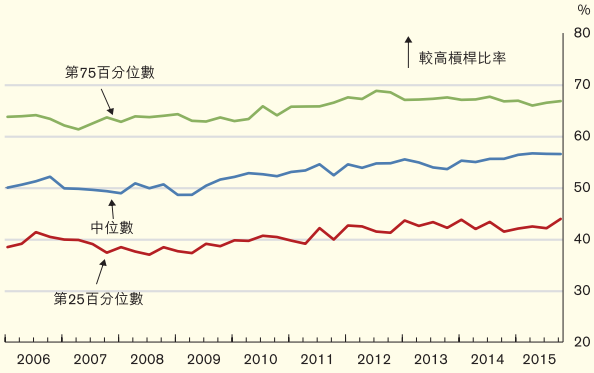
圖5.18
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。

資料來源：金管局職員估計數字。

圖5.19
內地企業的槓桿比率



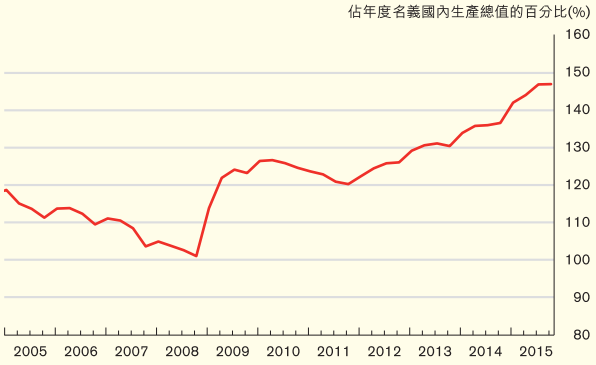
註：
1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

[54] 違約距離是根據市場資訊計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《*Journal of Finance*》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

鑒於內地企業違約風險上升、內地經濟可能進一步放緩以及相對較高的信貸與國內生產總值比率(圖5.20),銀行應繼續關注其內地相關貸款的信貸風險管理。

圖5.20
中國內地的信貸與國內生產總值比率



註: 信貸與國內生產總值比率定義為銀行貸款(所有貨幣)總額與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。

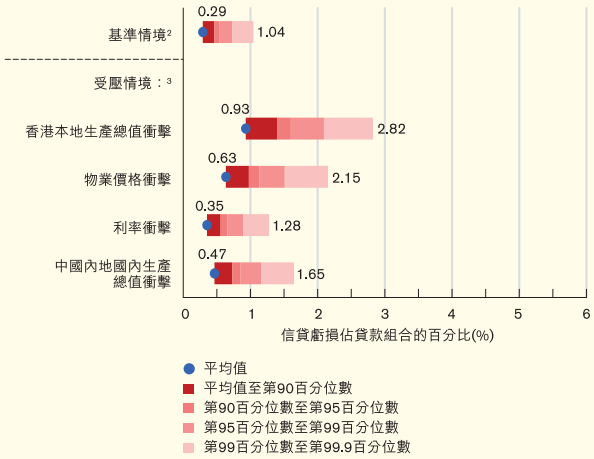
資料來源:CEIC及金管局職員估計數字。

信貸風險宏觀壓力測試[55]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示,香港銀行業仍保持穩健,應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊,例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.21使用截至2015年第4季的資料,展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[56]下,零售銀行於2017年第4季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險,銀行在受壓情況下的最高信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎1.28%(利率衝擊)至2.82%(香港本地生產總值衝擊)之間,虧損幅度雖然顯著,但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

圖5.21
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損[1]



註:

1. 有關評估將2015年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
2. 基準情境:兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境:
   香港本地生產總值衝擊:香港的實質本地生產總值於2016年第1季至2016年第4季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
   物業價格衝擊:香港的實質物業價格由2016年第1季至2016年第4季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
   利率衝擊:實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2016年第1季)上升300基點,於第2及3季保持不變,於第4個季度(即2016年第4季)則進一步上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊:年度實質國內生產總值增長率於一年內按年放緩至4%。

資料來源:金管局職員估計數字。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議定出的《巴塞爾協定三》的一部份,目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2016年1月14日公佈,由2017年1月1日起,香港適用的CCyB將由現時的0.625%上調至1.25%。[57]根據分階段實施安排,《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率將由自2016年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產的0.625%,上調至2017年1月1日的1.25%。[58]

55 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出,模型公式詳情載於黃學元等人(2006),「A framework for stress testing banks' credit risk」,《*Journal of Risk Model Validation*》,第2期,第1號,第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

56 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若,但中國內地國內生產總值衝擊除外。

57 有關決定的更多詳情,見2016年1月14日發出的「金融管理專員公佈香港適用的逆周期緩衝資本」,該新聞稿可在金管局網站參閱。

58 在《巴塞爾協定三》分階段實施的安排下,2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%,其後每年加0.625個百分點,直至2019年1月1日達到2.5%為止。

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距[59]為CCyB比率提供指引的衡量標準)。根據最新公佈日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別同時收窄至15.3%及13.1%，而2015年第2季分別為20.8%和16.0%，這表明信貸增長放緩，亦是物業市場初步下滑跡象。然而，這兩個差距皆維持在高位，而與信貸及物業市場狀況有關的風險並未降低。以緩衝資本參考指引作簡單配對(在沒有分階段實施安排的情況下)，會顯示CCyB應為2.5%，即維持於《巴塞爾協定三》的範圍上限。

此外，金融管理專員亦認為從其他參考指標[60]得到的資訊與緩衝資本參考指引提供的訊號是一致的。

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2015年1月27日	2015年第2季	2016年1月14日
經發布CCyB比率	0.625%		1.25%
生效日期	01/01/2016		01/01/2017
緩衝資本參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.5%	2.5%	2.5%
綜合CCyB指引	2.5%	2.5%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	32.8%	20.8%*	15.3%
物業價格／租金差距	14.2%	16.0%	13.1%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與隔夜掉期利率的差距(百分點)	0.17%	0.18%	0.30%
特定分類貸款比率季度變動(百分點)	-0.01%	0.01%	0.07%

註：

1. CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以做相關決定之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》之單元CA-B-1)。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度(通常接近季末)。
2. *此差距的計算是根據2015年第一季末的信貸數據，扣除3月底的2,010億港元新股認購貸款。如果加入有關貸款，信貸/本地生產總值差距會增加到28.9%。詳情見相關新聞稿：www.hkma.gov.hk/chi/key-information/press-releases/2015/20150430-5.shtml

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行體系的主要表現指標。

59 即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

60 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡。

表 5.F
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	12/2014	09/2015	12/2015
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	0.23	0.24	0.22
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.38	0.39	0.39
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.77	4.76	4.78
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.62	4.61	4.61
綜合利率[4]	0.39	0.26	0.26
		零售銀行	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	2.0	-0.1	0.1
港元	0.9	-1.9	0.5
外幣	3.4	2.3	-0.4
貸款總額	1.6	-2.0	-0.1
本地貸款[6]	1.2	-0.8	0.2
在香港境外使用的貸款[7]	3.2	-6.8	-1.7
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-4.6	-20.2	3.9
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-2.9	4.2	-0.9
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	98.44	98.08	97.86
需要關注貸款	1.10	1.36	1.44
特定分類貸款[9](總額)	0.46	0.56	0.70
特定分類貸款(淨額)[10]	0.32	0.40	0.50
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.29	0.35	0.45
內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[11]	0.57	0.81	0.78
盈利			
貸款減值準備佔平均總資產的比率[12]	0.05	0.07	0.08
淨息差[12]	1.40	1.32	1.32
成本與收入比率[13]	43.4	44.2	45.4
		所有認可機構	
流動性比率(季度平均數、綜合)[14]			
流動性覆蓋比率 — 第1類機構	不適用	136.4	142.9
流動性維持比率 — 第2類機構	不適用	53.6	53.9
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.03	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.20	0.24	0.25
撇帳率 — 按季年率計	1.85	1.90	1.86
— 本年度截至該月止以年率計	1.83	1.89	1.82
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	13.7	14.3	14.6
一級資本比率	13.9	14.9	15.3
總資本比率	16.8	18.1	18.3

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
5. 季度變動百分比。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字涵蓋範圍擴大至包括零售銀行境外主要附屬公司。若使用擴大後的涵蓋範圍計算，2014年12月底及2015年9月底的特定分類貸款比率(總額)分別為0.52%及0.65%。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字反映零售銀行香港辦事處、內地分行及附屬公司的狀況。
12. 有關年度截至該月止按年率計數字。
13. 有關年度截至該月止數字。
14. 由2015年1月起，根據《巴塞爾協定三》框架引入新的流動性比率數據序列。第1類機構的流動性覆蓋比率最低要求由2015年1月1日起的60%，其後按每年10個百分點的幅度遞增，至2019年1月1日達到100%為止。第2類機構每個公曆月的平均流動性維持比率不得低於25%。

專題5
包含宏觀金融反饋連結的壓力測試框架

引言

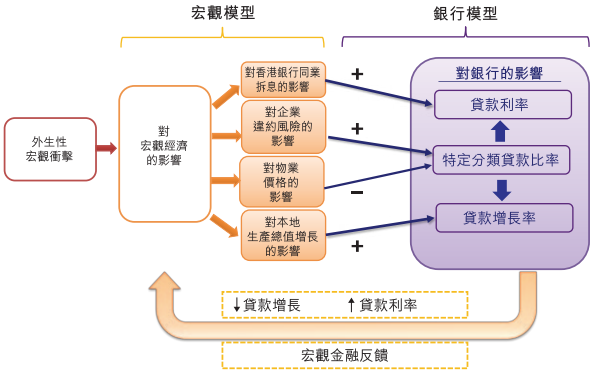
自全球金融危機以後，各國中央銀行越來越常將宏觀壓力測試用作評估銀行的關鍵風險的主要工具。然而，這個工具並非沒有局限性。特別是，儘管大多數現有的壓力測試框架能夠分析宏觀經濟衝擊將如何影響銀行體系或個別銀行，但它們一般不考慮銀行業對實體經濟的潛在反饋效應。理論上，大多數金融體系都可能存在這種反饋效應。例如，由於經濟放緩而導致的銀行資產質素顯著惡化，會使銀行削減放貸及／或提高貸款利率。由此導致的信貸緊縮或會導致經濟基本因素進一步惡化，令最初的宏觀衝擊被放大。[61] 因此，在壓力測試當中忽略金融系統與實體經濟之間的反饋連結，有可能導致風險被低估。

本專題旨在透過擬定一個包括宏觀金融反饋連結的壓力測試框架，闡釋這個問題。然後我們將框架應用於香港銀行業，並評估反饋效應的經濟意義。

壓力測試框架

壓力測試框架主要由兩個部份組成，即宏觀模型及銀行模型（圖B5.1）。

圖B5.1
包含宏觀金融反饋效應的壓力測試框架的結構



註：圖中沒有顯示通脹率變量，原因是估計結果發現該變量不是銀行變量的重要決定因素。儘管如此，我們仍然在宏觀模型當中保留通脹率變量，因為該變量可能會影響其他宏觀變量的動態。

宏觀模型（在圖B5.1以橙色顯示）是一個向量自回歸模型，描述了香港五個主要宏觀變量的動態及相互依存關係。這些變量包括名義本地生產總值增長率、通脹率、銀行同業拆息、以市場資訊為基礎的香港企業違約概率（CPD）以及物業價格增長率（PP）。該模型還包括若干外生變量：全球生產總值增長率[62]、VIX指數、總貸款增長率及總貸款利率。它採用似無關回歸方法，利用1999年第1季至2015年第2季的數據來估算模型。[63]

透過建立宏觀模型，對任何宏觀變量的衝擊都會透過以下兩種方式傳導到其他變量：首先，如果宏觀變量回歸方程中包含了受衝擊變量的滯後項為解釋變量，則衝擊將由該滯後項直接傳導到這些宏觀變量。第二，衝擊還將透過載於誤差項估計方差－協方差矩陣

61 還有其他渠道會導致最初的宏觀經濟衝擊被放大，例如銀行信貸與流動資金風險的相互作用，金融機構之間透過銀行同業和衍生工具市場相互連結，以及銀行之間的資產拋售。詳見國際結算銀行 (2015)，「Making supervisory stress tests more macro-prudential: Considering liquidity and solvency interactions and systemic risk」，巴塞爾銀行監管委員會第29號工作論文。

62 宏觀模型當中包括全球生產總值增長，以便評估內地經濟放緩等外部宏觀衝擊。具體而言，中國國內生產總值增長的變化將納入全球生產總值增長的變化當中，後者透過宏觀模型反過來影響所有其他宏觀變量。

63 該方法考慮五個主要內生變量的誤差項之間的同期相關性。

的各種衝擊之間的相互作用，間接影響其他宏觀變量。這種模型結構旨在估計在最初宏觀衝擊下五個宏觀變量的自洽影響。

例如，對名義本地生產總值增長率的負面衝擊估計會直接導致PP向下，因為滯後名義本地生產總值增長率估計在PP方程當中具有顯著統計性。同時，本地生產總值衝擊會透過估計方差－協方差矩陣評估本地生產總值與其他宏觀變量之間的實證關係，對其他宏觀變量（如銀行同業拆息及CPD）產生間接影響。

除了五個主要宏觀變量之間的估計動態之外，宏觀模型的估計結果還表明，香港的信貸收緊將對宏觀經濟產生不利影響。具體而言，據估計，滯後總貸款增長率（LG）降低將導致香港本地生產總值增長放緩，而滯後總貸款利率（LR）上升會加劇企業違約風險並壓低物業價格（見表B5.A中的A組）。

同時，利用19間香港本地註冊銀行的面板數據估算得出的銀行模型實證研究結果[64]表明，宏觀經濟環境不佳可能導致香港銀行削減貸款和提高貸款利率。具體而言，銀行模型（在圖B5.1中以紫色顯示）包含三個實證方程式，它們描述個別銀行的貸款利率和貸款增長率將如何直接回應宏觀模型當中宏觀變量的變化，以及如何透過受宏觀變量所影響的銀行的特定分類貸款比率間接回應這些變化。估計結果（匯總於表B5.A的B組）顯示，企業違約風險增加（以CPD上升表示）及個人違約風險增加（以PP下降表示）會導致銀行的特定分類貸款比率上升，這再將導致銀行的貸款增長率下降及貸款利率上升（即間接影響）。估計結果還顯示，銀行的貸款增長率和貸款利率將分別直接回應本地生產總值增長和銀行同業拆息。

表B5.A
宏觀及銀行模型的主要估計結果

A組：銀行變量對宏觀模型中的宏觀變量的估計影響			
解釋變量	因變量		
	香港本地生產總值增長率	企業違約概率	物業價格增長率
總貸款增長率	+ve		
總貸款利率		+ve	-ve
B組：宏觀變量對銀行模型中的銀行變量的估計影響			
解釋變量	因變量		
	個別銀行的特定分類貸款比率	個別銀行的貸款增長率	個別銀行的貸款利率
特定分類貸款比率		-ve	+ve
企業違約概率	+ve		
物業價格增長率	-ve		
香港本地生產總值增長率		+ve	
銀行同業拆息			+ve

註：+ve (-ve)指各個變量之間的估計正（負）相關性。
資料來源：金管局職員估計數字。

受壓情境分析

結合宏觀及銀行模型的估計結果顯示，類似於「引言」部份所討論的案例中的宏觀金融反饋連結確實存在。根據實證結果，我們進一步評估反饋效應的經濟意義以及它對壓力測試估計的影響。為此，我們比較了在同一個壓力情境下的兩個案例（包括及不包括反饋效應）的壓力測試估計。壓力情境假設了一個類似於亞洲金融危機期間發生的四個季度本地生產總值衝擊。[65]我們利用截至2015年第2季的資料，並假設了一個從2015年第3季至2017年第2季共八個季度的壓力時期，再而得出壓力測試估計。

我們採用了按步更新的蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法，以獲得包括反饋效應的壓力測試估計。在每個季度，在假設本地生產總值衝擊的情境下，我們先採用蒙地卡羅模擬法來模擬其他宏觀變量，並使用宏觀模型進行一萬次試驗。每次試驗都使用以上方法模擬出的宏觀變量，再利用銀行模型估算對個別銀行的特定分類貸款的比率、貸款增長及貸款利率產生的影響。我們透過取得個別銀行的估計的加權平均數，進一步

64 銀行模型使用面板數據代替綜合數據，因為根據各家銀行的資產負債表的特徵，各家銀行的資產質素、信貸增長及貸款利率對宏觀變量變化的回應可能大相徑庭。

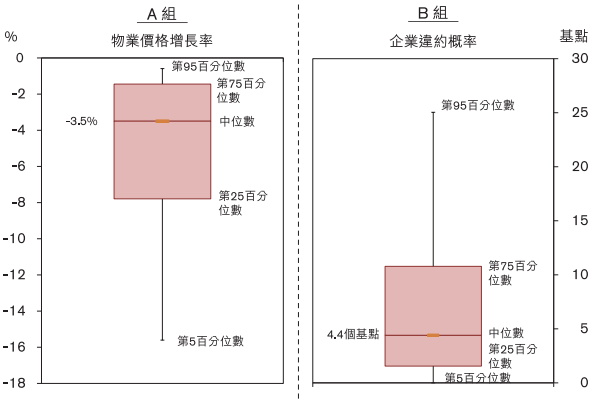
65 作為參考，亞洲金融危機期間實質本地生產總值四個季度的累計跌幅為8.1%，而名義本地生產總值的同期跌幅為7.2%。

計算總貸款增長及貸款利率。[66] 然後我們把取得的總貸款增長及貸款利率數字輸入宏觀模型，以進行下一季度的模擬。其餘季度均重複同樣的按步更新程序，直至2017年第2季。

對於沒有反饋效應的案例，我們採用相似的模擬程序，只是不會在模擬中按步更新貸款增長及貸款利率，而是就截至2015年第2季為止的時間點使用實際的時間序列，並假設其後保持不變。

圖B5.2的A組呈現在兩個案例之間，在2017年第2季的物業價格的模擬累積影響的差異（定義為包括反饋效應的估計減去不包括反饋效應的估計）。分佈統計顯示，在壓力情境下，反饋效應會顯著放大物業價格下跌，物業價格額外跌幅的中位數為3.5%。在部份極端案例當中（即在第5個百分位數或以下），與不包括反饋效應的估計相比，反饋效應會導致物業價格額外下跌15%以上，顯示反饋效應十分顯著。圖B5.2的B組對模擬企業違約概率的結果進行比較，同樣顯示在壓力情境下反饋效應會顯著加劇企業違約風險。[67]

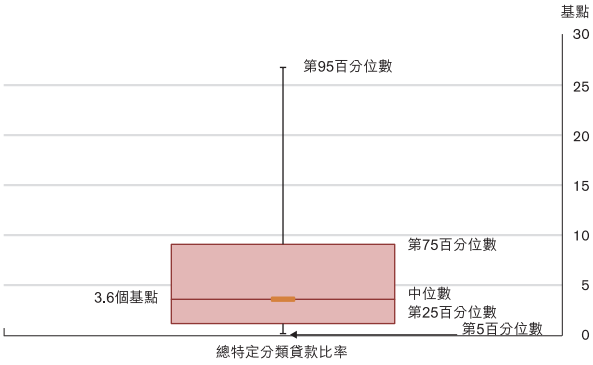
圖B5.2
物業價格增長及企業違約概率在包括和不包括反饋效應的框架之間的模擬影響的差異



註：模擬影響的差異定義為包括反饋效應的估計減去不包括反饋效應的估計。
資料來源：金管局職員估計數字。

最後，我們在圖B5.3當中呈列總特定分類貸款比率的結果。正如預期，我們發現，包括反饋效應的框架下的總特定分類貸款比率，較不包括反饋效應的框架下的總特定分類貸款比率高出的中位數約為4個基點，在第95個百分位數高出27個基點。鑒於2015年第4季末的總特定分類貸款比率處於0.70%的低位[68]，這被視作顯著的差異。

圖B5.3
總特定分類貸款比率在包括及不包括反饋效應的框架之間的模擬影響的差異



註：模擬影響的差異定義為包括反饋效應的估計減去不包括反饋效應的估計。
資料來源：金管局職員估計數字。

結論

本專題基於中央銀行採用的傳統宏觀壓力測試框架，提供了納入宏觀金融反饋渠道的可行方法。這個經過改進的框架將允許我們更全面及更現實地評估不同的宏觀衝擊對銀行穩健性的影響。我們的壓力情境分析亦顯示，在某些極端情況下，單是反饋效應本身就有可能導致受壓下的特定分類貸款比率額外上升27個基點，相當於現行分類貸款比率0.70%的40%。雖然這較大的估計百分率變動部份可能是由於較低的基數效應，但仍然不應排除宏觀金融反饋連結對金融穩定性分析的影響。

66 基於個別銀行於2015年第2季末的貸款餘額的權重。

67 第95個百分位數估計顯示，在極端情況下，反饋效應可能導致企業違約概率較沒有反饋效應的案例額外增加約25個基點，鑒於2015年第2季末的企業違約概率處在29個基點的較低水平，該影響十分顯著。

68 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行的境外主要附屬公司。覆蓋零售銀行香港辦事處及境外分行的特定分類貸款比率在12月底為0.63%。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兑換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兑換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2016香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站**www.hkma.gov.hk**查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話：(852) 2878 8196
傳真：(852) 2878 8197
電郵：hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）